

E/CEPAL/G.1107

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Ricardo H. Arriazu, Consultor



Naciones
Unidas

CUADERNOS DE LA
C E P A L

CUADERNOS
D E L A C E P A L



MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Ricardo H. Arriazu, Consultor

***Este trabajo se realizó en virtud del Proyecto Conjunto PNUD/
CEPAL sobre implicaciones para América Latina de la Situación del
Sistema Monetario y Financiero Internacional (RLA/77/021).**

SANTIAGO DE CHILE, 1979

E/CEPAL/G.1107

Noviembre 1979

Composición, impresión y encuadernación
realizados por los servicios gráficos
CEPAL / ILPES
79-8-2023

PROYECTO CONJUNTO PNUD/CEPAL
RLA/77/021

**“Implicaciones para América Latina de la Situación del
Sistema Monetario y Financiero Internacional”**

INDICE

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES	1
I. EL MODELO	3
1. Modelo de selección de cartera	3
2. El enfoque monetario del balance de pagos y los movimientos de capitales	6
3. Las limitaciones a los movimientos de capitales	6
4. Un modelo combinado simplificado	8
II. EVALUACION EMPIRICA DE LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES: LA EXPERIENCIA DE ALGUNOS PAISES LATINOAMERICANOS	9
1. Descripción general del trabajo	9
2. Especificación de las principales variables utilizadas en el modelo combinado simplificado	11
3. Variables de adecuación a situaciones particulares	24
4. Cuantificación de las principales variables	26
5. Evaluación de los resultados empíricos	30
III. RESUMEN Y CONCLUSIONES	49
APENDICE A	54
METODOLOGIA PARA LA RECONSTRUCCION DE SERIES TRIMESTRALES DE TENENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL SOBRE LA BASE DE INFORMACION PARCIAL	54
1. Método de los residuos lineales no informados	56
2. Métodos no lineales autorregresivos	58
3. Método de series relacionadas	60
4. Modificación de las series de movimientos de capitales sobre la base de los flujos de tenencias privadas	69
APENDICE B	70
MATERIAL ESTADISTICO BASICO	70
BIBLIOGRAFIA	89

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES¹

El estudio de los movimientos internacionales de capitales ocupa un lugar destacado en las publicaciones económicas contemporáneas, y ha recibido cada vez más atención en los últimos años, dada la intensificación de dichos movimientos y el uso generalizado de la flotación de monedas como base de los sistemas cambiarios nacionales a partir de 1971.²

Uno de los temas que ha sido objeto de mayor atención y estudio es el referente a la interrelación entre los movimientos de capitales y los esfuerzos de desarrollo de los países menos avanzados. Se han publicado numerosos documentos que examinan en detalle aspectos tales como el de las necesidades de divisas que trae consigo un proceso de desarrollo, los problemas derivados de la insuficiencia de ahorro interno y de la escasez de divisas, la necesidad de transferencias oficiales de recursos reales hacia los países en desarrollo, los problemas de deuda externa y sus consecuencias para la elección de estrategias de desarrollo, las condiciones de acceso a los mercados de capitales de los países desarrollados, etc. Todos estos esfuerzos han dado resultados en mayor o menor grado positivos, mejorando tanto el conocimiento global de los diferentes aspectos del tema como la información estadística disponible.

En el área latinoamericana el tema ha despertado especial interés por cuanto muchos países de la región dependen en gran medida de los movimientos internacionales de capitales para financiar y mantener tasas de desarrollo económico elevadas y sostenidas. Por esto se han realizado esfuerzos a nivel internacional para profundizar su estudio, y se ha solicitado que la materia sea examinada en el más alto nivel

¹ Este trabajo no podría haberse realizado sin la colaboración de la Srta. Beatriz Tchinnosian, quien no sólo realizó la mayoría de los cálculos numéricos, sino que debe ser también considerada como coautora de algunas de las secciones del presente estudio. El autor desea dejar expresa constancia de los valiosos comentarios recibidos de Carlos Massad, así como su permanente estímulo. Agradece asimismo la colaboración de los Sres. J. Cortigiani y M. Orosco, y de la Sra. A. de Mattanó en lo referente a la metodología estadística utilizada para la reconstrucción de las diversas series estadísticas. Además, desea agradecer al Centro de Estudios Monetarios y Bancarios del Banco Central de la República Argentina por el apoyo brindado en la parte de computación.

² Aunque existe una tendencia a asociar la intensificación de los movimientos internacionales de capitales con el uso generalizado de sistemas cambiarios basados en la flotación de las cotizaciones cambiarias, en realidad dicha intensificación precede a la flotación, y sería más correcto asociarla con la internacionalización de los mercados de capitales, el crecimiento explosivo de los mercados de euromonedas y la proliferación de los mercados transfronterizos.

político, en pie de igualdad con otros aspectos de la reforma monetaria internacional. Asimismo, el hecho de que varios países de la región deban enfrentar problemas de deuda externa (actualmente o en un futuro cercano) ha servido también de estímulo para impulsar los mencionados estudios. La creación de un comité internacional a nivel ministerial (el Comité para el Desarrollo del FMI y del Banco Mundial), cuya principal tarea es la de examinar la transferencia de recursos reales desde países desarrollados a países en vías de desarrollo, y los recientes debates en diversos foros sobre los problemas de la deuda de los países en desarrollo, son consecuencia directa de los esfuerzos citados, y evidencian la importancia —y vigencia— del tema.

Lamentablemente, la mayoría de los estudios relacionados con los movimientos de capitales desde y hacia países en desarrollo se centran en aspectos institucionales y prestan escasa o nula atención al estudio de las causas de los movimientos internacionales, no compensatorios, de capitales. Al mismo tiempo, el creciente número de estudios analíticos publicados en los últimos tiempos se refieren exclusivamente a los movimientos de capitales entre países desarrollados, por lo que resultan de poca utilidad para el análisis de las experiencias de países en desarrollo, los cuales han estado sujetos a distorsiones mucho más considerables que los países desarrollados. Existe entonces una clara necesidad de extender el espectro del análisis de los estudios relacionados con los países en desarrollo, profundizando los análisis especialmente en lo que se refiere a la determinación de las variables de política que influyen en forma significativa sobre los movimientos internacionales de capitales. Tales estudios no sólo alcanzarán una mejor comprensión del pasado, sino que además permitirán prever con mayor exactitud los movimientos futuros, contribuyendo así a un mejor planeamiento de la política económica en general y de la del sector externo en particular. En consecuencia, el principal objetivo del presente estudio consiste en evaluar los avances analíticos en materia de movimientos de capitales, adaptándolos a las realidades económicas e institucionales de la región, con el propósito de identificar los principales factores que influyen sobre los movimientos de capitales desde y hacia América Latina.

En la sección I del trabajo se describirán brevemente los modelos teóricos que han servido de base para la confección del “modelo combinado simplificado” a partir del cual se realizarán las estimaciones empíricas. En la sección II, netamente empírica, se especifican las principales variables económicas que explican el comportamiento de los movimientos de capitales, y se mencionan asimismo los problemas de medición presentados a lo largo del trabajo para la cuantificación de dichas variables. En el último punto de esta sección se hace una evaluación de los resultados empíricos obtenidos para los distintos

países de la región considerados en el presente estudio. El resumen y las principales conclusiones se presentan en la sección III; dicha sección destaca especialmente las conclusiones de política económica que se derivan del estudio, con miras a que ellas puedan contribuir al diseño de políticas para el sector externo. El trabajo incluye un apéndice estadístico que describe las metodologías empleadas para la reconstrucción de las series de datos utilizadas en la evaluación empírica, estimando mediante las mismas las observaciones relativas a las tenencias privadas de activos externos por parte de no residentes; un segundo apéndice presenta el material estadístico básico.

I. EL MODELO

Las técnicas de evaluación de los movimientos internacionales de capitales muestran una evolución paralela a los avances en otros campos del pensamiento económico; en particular, la mayoría de los estudios recientes se basan en los modelos de selección de cartera en condiciones de riesgo, introducidos por H. Markowitz,³ o se derivan directamente del llamado enfoque monetario del balance de pagos.⁴

1. Modelo de selección de cartera

Los modelos de selección de cartera en condiciones de riesgo que provienen del trabajo de H. Markowitz tratan el problema general de asignar fondos disponibles para inversión entre diversas opciones de activos con tasas de retorno diferenciadas e inciertas. Estos modelos intentan identificar el conjunto de soluciones que maximizan las tasas esperadas de retorno, minimizando el riesgo, eliminando las posibilidades de inversión que resultan claramente de menor rendimiento y estableciendo criterios de selección para aquellas que requieran una más clara especificación individual de preferencia entre tasas de retorno y riesgo. Rolf Mantel, en un reciente artículo, menciona los métodos que se han utilizado, o sugerido, para intentar resolver este problema:

1. Enfoques basados en la teoría de los inventarios y en la programación dinámica.
2. Teoría bayesiana y de decisiones secuenciales.
3. Simulación.
4. Programación en condiciones de incertidumbre, en dos etapas.
5. Programación con restricciones probabilísticas.

³Harry Markowitz *Portfolio Selection: Efficient diversification of investments*, J. Wiley & Sons, Nueva York, 1959.

⁴Para un resumen del "redescubrimiento" del enfoque monetario del balance de pagos, véase R. Rhomberg y A.R. Heller, "Introductory Survey" en *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, I.M.F., Washington, 1977.

6. Programación cuadrática.
7. Teoría de la selección de cartera de Markowitz (1959), como en el modelo de Cheng (1962).
8. Programación en condiciones de incertidumbre en etapas múltiples, utilizando el principio de descomposición primal de Dantzing, y Wolfe, como en el modelo de Bradley y Crane (1972).⁵

La extensión del modelo para permitir su uso en la explicación de movimientos internacionales de capitales es muy sencilla y sólo exige introducir los activos externos (divisas, depósitos, inversiones directas, títulos públicos, etc.) entre las alternativas de inversión.⁶ En estas circunstancias, los activos externos compiten con los activos nacionales, y cualquier cambio en la composición de las carteras de inversión, tanto nacionales como externas, puede provocar movimientos internacionales de capitales. Dichos movimientos pueden, por lo tanto, tener origen en dos factores: *i)* modificaciones en las condiciones de rentabilidad esperada, o de riesgo, las que llevan a cambios en la selección de cartera, afectando las tenencias de activos nacionales y externos y creando así movimientos de capitales; y *ii)* la asignación de los incrementos en fondos de inversión entre las diferentes alternativas, que también puede dar origen a movimientos de capitales, aun cuando no haya modificaciones en las condiciones de rentabilidad o de riesgo.

Todo estudio empírico de los movimientos de capitales basado en el modelo de selección de cartera exige necesariamente el uso de supuestos simplificadores. En el mundo real, la variedad de alternativas de inversión y sus diferentes matices, en combinación con los factores de riesgo, liquidez, operaciones relacionadas, etc., que usualmente se toman en cuenta al realizar una decisión de inversión, sobrepasan las posibilidades de especificación de un modelo, más aún cuando el número de observaciones estadísticas es muy limitado. En consecuencia, lo más aconsejable en este caso (considerando el objetivo principal del estudio) es limitarse a unas pocas alternativas de inversión, tanto nacionales como externas, que por su importancia puedan servir como variables representativas de las restantes alternativas de inversión en activos nacionales y externos. Así, el procedimiento más sencillo es el de considerar por un lado a todos los activos nacionales como productos homogéneos, con una tasa de retorno representada por "la" tasa de interés del mercado nacional, y considerar por otro lado a los activos

⁵Cfr. Rolf Mantel, *Un modelo para la administración de las reservas internacionales*, Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, Banco Central de la República Argentina, septiembre 1978 (publicación mimeografiada).

⁶Grubel, H.G. "Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows". *American Economic Review*, Vol. LVIII, Nº 5, parte 1, diciembre de 1968.

externos también como productos homogéneos, con una tasa de retorno representada por "la" tasa de interés externa. De este modo, los movimientos de capitales estarían determinados por la diferencial entre la tasa de interés nacional y la externa. Esta relación funcional entre los movimientos de capitales y la diferencial entre las tasas de interés nacional y externa representa la forma más usual de incorporación del tema de los movimientos internacionales de capitales en los diversos modelos macroeconómicos de economía abierta, antes de desarrollarse los modelos de selección de cartera.

Naturalmente, este modelo simplifica excesivamente la realidad; no pueden tratarse a todos los productos como homogéneos (una inversión directa no puede ser tratada como semejante a una inversión financiera de corto plazo). Por otro lado, el modelo pasa completamente por alto otros factores relevantes, como el riesgo, y aspectos tales como las preferencias de liquidez, el grado de aceptabilidad internacional de los diversos activos, etc. Sin embargo, el problema se agudiza a partir de la generalización de la flotación de monedas, puesto que en este caso el riesgo cambiario adquiere una importancia primordial, que equivale o supera la de la tasa nominal de retorno. Varios estudios recientes han tratado, con bastante éxito, de modificar este modelo sencillo adecuándolo a las realidades del mercado, sin abandonar su simplicidad básica.⁷

En el caso de algunos países latinoamericanos, sin embargo, incluso estos modelos modificados no son de plena utilidad, debido al alto grado de intervención oficial en los mercados cambiarios y financieros. Dicha intervención ha distorsionado completamente el grado de representatividad de "la" tasa de interés como mecanismo de medición de rentabilidad, y ha distorsionado también los propios movimientos de capitales (sin impedirlos) mediante el uso amplio de mecanismos de control. A pesar de esto, una correcta definición de los diversos elementos que componen el concepto de "rendimiento efectivo" de las diferentes alternativas de inversión debería permitir una verificación empírica de la validez general del modelo planteado y de la importancia de los mecanismos de selección de cartera en la generación de los movimientos internacionales de capitales.

⁷ Branson, William H.: *Financial Capital Flows in the U.S. Balance of Payments*, North-Holland, Publishing Company, Amsterdam, 1968.

Lihon, O.: *Les mouvements de capitaux à long terme entre la France et l'extérieur*. Trabajo presentado en el VI Coloquio de Econometría Aplicada, llevado a cabo en Roma en febrero de 1979.

Lybeck, J.A.: *A simultaneous model of capital flows, exchange rates, interest rates and prices of traded goods: Theoretical considerations and estimations by alternative methods*. Godeborgs Universitat, Sweden, trabajo presentado en el VI Coloquio de Econometría Aplicada, Roma, febrero de 1979.

2. El enfoque monetario del balance de pagos y los movimientos de capitales

El modelo de selección de cartera en condiciones de riesgo es de suma utilidad para el estudio de los movimientos de capitales en el caso en que los mercados sean imperfectos, pero presenta algunas limitaciones cuando los mercados internacionales de capitales funcionan en forma ágil y eficiente. En este último caso, pequenísimas variaciones en las condiciones de los mercados financieros nacionales tenderían a inducir movimientos masivos de capitales cuya materialización llevaría rápidamente a la eliminación de cualquier diferencial de tasas de interés. En estas circunstancias sería casi imposible verificar empíricamente una relación significativa entre diferenciales de tasas de interés y movimientos de capitales. Por otro lado, cabe destacar que el modelo de selección de cartera parte de la definición de las diferencias de rendimientos efectivos como variable explicativa, pero en el caso descrito no sirve para alcanzar conclusiones de política económica puesto que dicha definición no permite inferir los factores causantes de las diferenciales de rendimiento efectivo, que son, en esencia, los factores que provocan los movimientos de capitales.

El "redescubrimiento" del llamado "enfoque monetario del balance de pagos" generó un amplio espectro de nuevas investigaciones en el campo del balance de pagos, incluso el estudio de los movimientos de capitales a la luz del nuevo enfoque. En esencia, y simplificando en exceso el "enfoque monetario del balance de pagos" señala que todo desequilibrio de balance de pagos es el resultado de desequilibrios en los mercados monetarios nacionales; es decir, en el supuesto de perfecta movilidad de bienes y de capitales, una creación interna de dinero por sobre la demanda incremental requerida por la economía generaría simultáneamente una demanda excedente de bienes y una oferta excedente de dinero que se traduciría en un deterioro de la cuenta corriente del balance de pagos y en salidas de capitales inducidas por una reducción temporal de la tasa interna de interés frente a las tasas externas. En consecuencia, la existencia de un "desequilibrio monetario" permitiría explicar la vigencia temporal de diferenciales de tasas de interés y constituiría en última instancia la verdadera causa de los movimientos de capitales.

3. Las limitaciones a los movimientos de capitales

Los modelos a que aluden los párrafos anteriores presentan entre sí una diferencia básica: el modelo basado en el "enfoque monetario del balance de pagos" presupone una alta elasticidad de sustitución entre activos nacionales y activos externos (en el modelo puro la elasticidad

de sustitución entre activos nacionales y externos es infinita) mientras que en el modelo de selección de cartera la elasticidad de sustitución puede variar en función de las imperfecciones y rigideces de los mercados.

La experiencia en materia de movimientos de capitales muestra numerosas circunstancias en que se mantienen por largos períodos diferenciales de rendimientos efectivos entre países, sin generar movimientos de capitales en magnitudes que tiendan a su eliminación; más aún, en ciertas ocasiones, los movimientos de capital tienden a convertirse en un elemento desestabilizador. En la mayoría de estos casos la falta de eficiencia del funcionamiento de los mecanismos de ajuste proviene del factor riesgo, que no se encuentra debidamente considerado en el enfoque monetario, pero que desempeña un papel preponderante en el enfoque de selección de cartera. La identificación del elemento "riesgo" en lo referente a su influencia en los movimientos internacionales de capitales presenta dos aspectos claramente diferenciados: por un lado existe el riesgo particular de una inversión en un activo determinado, riesgo que debe ser comparado con el de otras alternativas de inversión, ya sea en activos nacionales o externos; y por otro, existe el riesgo asociado con cualquier operación que se efectúe en activos de un país determinado. Es decir, en conjunción con el riesgo inherente a cada activo en particular existe un elemento de riesgo común a todos los activos de un país determinado.

El primero de estos elementos sólo puede ser parcialmente tomado en cuenta al estimar los rendimientos efectivos esperados de los activos nacionales frente a los activos externos, y en un estudio empírico resulta imposible una especificación adecuada dados los problemas que se crearían al intentar aislar cada elemento de riesgo individual. El riesgo colectivo (segundo aspecto del riesgo) puede ser identificado más fácilmente que el anterior mediante variables de evaluación de riesgos, utilizadas con frecuencia en los mercados financieros internacionales; éstas intentan medir de algún modo sencillo y comparable el grado y calidad del riesgo asociado con operaciones financieras en un país determinado. Ejemplos de dichas variables de uso común son el nivel de las reservas internacionales, la relación entre las reservas y el monto de las importaciones, el nivel de la deuda externa, la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones, etc. Ninguna de ellas es realmente confiable como instrumento de medición de niveles de riesgo; sin embargo, dado su uso generalizado en los mercados financieros internacionales, sirven perfectamente como variables de medición de los efectos que ellas mismas (en cuanto a instrumentos de medición de niveles de riesgo) producen en los movimientos de capitales.

Existen otros elementos institucionales que también afectan sensiblemente la elasticidad de respuesta de los movimientos de capitales

frente a variaciones de rendimientos efectivos. Entre ellos se cuentan las restricciones administrativas, las distorsiones en los mercados financieros nacionales, las inestabilidades políticas, las transferencias no económicas, etc. Todos estos elementos afectan en mayor o menor grado los movimientos de capitales y deben ser tomados en consideración al realizar la evaluación teórica y empírica de los mismos.

4. Un modelo combinado simplificado

La variedad de experiencias económicas de los países de América Latina hace imposible el uso generalizado de modelos simples y exige la especificación de modelos más complejos que capten las particularidades de los diferentes países. Las posibilidades de identificar un modelo que se adecúe a cada país escapa completamente a las posibilidades del presente trabajo, pues requeriría una vasta investigación de la historia económica de cada uno de los países.

Una solución intermedia surge de la posibilidad de combinar los modelos descritos en los puntos 1 y 2, agregando algunas de las variables que se sugieren en el punto 3 y unas pocas variables muy significativas que sean propias de cada país. Básicamente, este modelo se deriva del análisis del enfoque monetario del balance de pagos; su hipótesis consiste en que, en una economía pequeña, totalmente abierta a los movimientos de capitales y de bienes y con un esquema de tipos de cambio fijos, los movimientos de capitales tienen su principal origen en "desequilibrios monetarios" internos. En principio este esquema simple debería ser suficiente para lograr un nivel adecuado de explicación de los movimientos de capitales; sin embargo, cualquier imperfección en los mercados que impida o demore el ajuste instantáneo de los desequilibrios monetarios a través de los mercados cambiarios repercutirá en los mercados internos y afectará la magnitud y característica de los movimientos de capitales, y, por consiguiente, las relaciones funcionales entre los desequilibrios monetarios y dichos movimientos. En estas circunstancias, la presencia de un desequilibrio monetario afectará el balance de pagos y los movimientos de capitales en el modo descrito en el párrafo anterior, pero tenderá además a afectar las tasas de interés internas, repercutiendo sobre el equilibrio económico global de la economía y generando movimientos adicionales de capitales en respuesta a las diferenciales de tasas de interés. Si las observaciones son lo suficientemente espaciadas, el modelo original produciría resultados satisfactorios; pero si las observaciones corresponden a períodos breves (o la velocidad de ajuste es lenta) no resultaría adecuado el modelo original. Por ello resulta necesario modificarlo incorporando una nueva variable explicativa que mida la influencia de las diferenciales de tasas de interés.

Las diferenciales de tasas de interés pueden también tener origen en factores totalmente desvinculados de los desequilibrios monetarios, y responder, en general, a decisiones de políticas económicas que distorsionan los mercados financieros y cambiarios; en estas circunstancias, se hace imprescindible incorporar una variable que capte los efectos de las diferenciales en rendimientos efectivos de los activos nacionales en relación con los activos externos.

Para completar este "modelo combinado simplificado" sólo haría falta, tal como se señaló en la sección anterior, incorporar una variable que refleje el grado de riesgo global del país en cuestión (el nivel de reservas, el nivel de la deuda por ejemplo). De este modo, el uso de estas tres variables —"desequilibrio monetario", "diferenciales de rendimientos efectivos", y "nivel de reservas"— juntamente con ajustes estadísticos que corrijan factores tales como el de la estacionalidad y/o tendencia, debería ser suficiente para alcanzar resultados empíricos satisfactorios en la mayoría de los casos de países no sujetos a grandes distorsiones.⁸ Sin embargo, existen países dentro de la región cuyas economías han estado sujetas en forma continua o esporádica a una amplia gama de controles tanto directos como indirectos; en dicho caso, (el de estas economías "complejas") el modelo descrito no resulta adecuado y debe ampliarse. Para hacerlo, se hace necesario un conocimiento cabal de la historia económica de dichos países, lo que permite identificar las variables de política que puedan haber influido sobre los movimientos de capital. Como ejemplos de tales políticas pueden citarse los controles directos a los movimientos de capitales (control de cambio), los subsidios para el ingreso de préstamos financieros (las operaciones de pase), la vigencia de mercados paralelos de divisas, etc.

La próxima sección, en la que se presentan los aspectos empíricos del presente estudio, contiene una descripción detallada de las principales variables utilizadas en cada caso, entre las que se incluyen las mencionadas aquí.

II. EVALUACION EMPIRICA DE LOS MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES: LA EXPERIENCIA DE ALGUNOS PAISES LATINOAMERICANOS

1. Descripción general del trabajo

Al encarar los aspectos empíricos del presente estudio, se consideró conveniente, en primera instancia, concentrar el análisis general en el caso particular de un país de la región para el cual se dispusiera de

⁸ Ver los resultados relativos a Guatemala en la sección correspondiente.

amplia información estadística y económica. Este procedimiento permitió extender posteriormente el análisis a otros países de la región, sobre la base de la experiencia adquirida y con un mínimo de esfuerzo de adaptación.

Dada la mayor experiencia del autor en materia de regulaciones de política económica en países del Cono Sur, particularmente en Argentina, la mayor parte del trabajo 'exploratorio' se realizó sobre la base de la información disponible para dicho país. Con posterioridad el modelo de especificación que surgió del estudio de la experiencia argentina fue utilizado, con pequeñas modificaciones, para identificar las principales causales de los movimientos de capitales en países tales como Brasil y Chile. Los resultados obtenidos fueron satisfactorios, dado el alto grado de paralelismo de las políticas económicas aplicadas a lo largo de su historia por estos tres países.⁹

Al seleccionar los países que sirvieron de base para el estudio empírico se tuvo en cuenta no solamente la disponibilidad de estadísticas, sino la necesidad de incluir países grandes y países pequeños, países de economía cerrada y países de economía abierta, países con gran experiencia en el uso de restricciones de los movimientos de capitales y países sin dicha experiencia. Argentina, Brasil, Chile y Guatemala presentan estas características y brindan una variada muestra de experiencias, ideal para verificar las bondades del modelo combinado ante diversas circunstancias y para alcanzar conclusiones acerca de la identificación de las causales de los movimientos internacionales de capitales.¹⁰

Una de las mayores dificultades para el estudio empírico de los movimientos de capitales proviene de que el número de observaciones —cuya periodicidad es anual— es muy escaso; se limitan así las posibilidades de análisis simultáneo de todas las variables pertinentes.

⁹ A pesar de que en un análisis detallado las políticas económicas de estos países presentan frecuentemente características comunes, en muchas ocasiones muestran también marcadas diferencias. A pesar de ello, sus efectos en lo relativo a los movimientos de capitales y al grado de represión de los mercados financieros y cambiarios son notablemente similares.

¹⁰ El estudio también consideraba el análisis de la experiencia de países como México (por su cercanía a un gran mercado de capitales y por las características de su economía), Venezuela (por el carácter dual de su economía) y Colombia (por ser un caso intermedio entre Guatemala y Argentina, en lo que respecta al uso de restricciones y controles). Las dificultades en la obtención de información, junto con el gran esfuerzo que exigió la especificación del modelo para Argentina a nivel trimestral, hicieron necesario dejarlos de lado en esta etapa de la investigación, aunque resultan imprescindibles para obtener una idea más completa del comportamiento de los movimientos de capitales ante diferentes circunstancias institucionales.

Para solucionar este problema se han utilizado tres métodos diferentes. El primero consistió en realizar, para cada país, diversas regresiones múltiples; en cada una de ellas se combinó un número limitado de variables, entre las que se incluyeron, en todos los casos, los principales elementos del "modelo combinado simplificado", con un número limitado de variables que intentan reflejar las peculiaridades de cada país. En sucesivos ensayos, se fueron eliminando aquellas variables que los resultados señalaban como de poca significación, limitando las regresiones finales a unas pocas variables significativas, con el objeto de aumentar el número de grados de libertad.

El segundo método utilizado consistió en combinar en una sola regresión el análisis de series cronológicas y el de sección cruzada, tratando todos los datos básicos de diferentes países como si pertenecieran a una sola. La principal desventaja de este segundo método consiste en la necesidad de suponer que los coeficientes de regresión de las diversas variables son iguales para todos los países. Este método permitió lograr algunas mejoras en la significación de los resultados; sin embargo, dichas mejoras no han sido incorporadas al presente trabajo, por cuanto los resultados para cada uno de los países en particular no permiten suponer la igualdad de los coeficientes.

El tercer método utilizado —quizás el más apropiado— fue el de efectuar el trabajo sobre la base de datos trimestrales, lo que no sólo permite incrementar el número de observaciones y los grados de libertad, sino además captar con mucha mayor facilidad efectos de variables que fluctúan permanentemente a través del tiempo. No hay duda de que el uso de datos trimestrales es el método más apropiado para la mayoría de los propósitos; lamentablemente, las posibilidades de uso de dichos datos se encuentran seriamente limitadas por el hecho de que sólo un número muy reducido de países poseen series trimestrales que permitan la cuantificación de las principales variables relevantes tanto en lo relativo a los datos de balance de pagos como en lo relativo a otras variables, entre ellas el flujo de tenencias privadas de activos de liquidez internacional.

2. Especificación de las principales variables utilizadas en el modelo combinado simplificado

a) *El concepto de movimiento de capitales*

En los últimos quince años, diversas instituciones han realizado un esfuerzo sustancial por mejorar y sistematizar la información en materia de balance de pagos, especialmente en lo que respecta a la presentación de los principales rubros relacionados con los movimientos de capitales.

i) *Conceptos incluidos en la información oficial de balance de pagos:* La presentación tradicional del balance de pagos agrupa tales

movimientos en dos grandes grupos: transferencias oficiales y movimientos de capitales autónomos —o no compensatorios— por una parte, y financiamiento compensatorio por la otra. El primer grupo incluye los movimientos autónomos de capitales, tanto de corto como de largo plazo (privados y oficiales), mientras que el segundo concepto incluye préstamos y demás ingresos de capital obtenidos por las autoridades con el exclusivo propósito de financiar desequilibrios en el balance de pagos y de compensar movimientos de las reservas internacionales.

Desde un punto de vista analítico, los movimientos no compensatorios de capitales requieren especial atención, ya que son mucho más difíciles de predecir que los movimientos de carácter compensatorio y, en su mayor parte, escapan al control directo de las autoridades monetarias. Por otro lado, son precisamente los movimientos autónomos de capital los que responden al modelo planteado en este trabajo, puesto que los movimientos compensatorios (como su nombre lo indica) intentan justamente compensar los efectos de las variables descritas sobre los movimientos autónomos de capitales. El apéndice B presenta la información básica sobre dichos movimientos autónomos para los países sobre los cuales se realizó la evaluación empírica, tal como la entregan los propios países en sus informaciones sobre balance de pagos.

ii) *Flujos no registrados de capitales*: La principal dificultad para evaluar los movimientos autónomos de capitales proviene de que la información disponible cubre solamente los movimientos de capital identificados oficialmente, los que muchas veces no reflejan la totalidad de los movimientos autónomos. Es importante destacar que los datos de balance de pagos de un país no reflejan necesariamente la situación de los pagos externos de ese país en su conjunto, sino más bien la de sus autoridades monetarias; esto significa que es muy posible (en realidad así ocurre a menudo) que el balance de pagos de un país en su conjunto registre un superávit al mismo tiempo que el balance oficial del mismo país muestre un déficit, o viceversa. Esta situación se produce cada vez que el sector privado —no bancario— de un país decide incrementar sus tenencias de activos internacionales líquidos, adquiriéndolos legal o ilegalmente en el mercado, lo que en última instancia recae sobre las autoridades monetarias.

La posibilidad de que puedan coexistir simultáneamente un superávit de pagos para el país como un todo, y un déficit en el balance oficial de pagos (o viceversa) genera la necesidad de redefinir el concepto de balance de pagos pertinente para este análisis.

Desde un punto de vista teórico, y particularmente en relación con problemas tales como el de la determinación de las necesidades globales de liquidez internacional, la estabilidad del sistema monetario internacional y la instauración de un sistema generalizado de convertibilidad,

se gana en precisión mediante el uso de una definición amplia que incluya, tanto en el balance de pagos como en las definiciones de liquidez internacional, los flujos privados no registrados. Sin embargo, desde el punto de vista de la selección de instrumentos de política económica y de la evaluación de posibles estrategias de desarrollo, parece más apropiado centrar el análisis en la definición oficial de balance de pagos, ajustando los respectivos conceptos para tomar en cuenta los movimientos de capitales no registrados.

El trabajo de ajustar las cifras oficiales para tomar en cuenta los movimientos de capital no registrados es largo y tedioso, pero esencial para obtener resultados que tengan alguna utilidad. Los movimientos no registrados de capital exceden frecuentemente el monto de aquellos registrados y muestran con frecuencia tendencias opuestas a las de los capitales registrados. Tales movimientos son particularmente notables en las economías que se caracterizan por el uso generalizado de controles cambiarios.

Evidentemente, resulta imposible identificar la totalidad de los movimientos de capital no registrados, pero afortunadamente se dispone de datos bastante detallados sobre algunos de ellos, lo que permite mejorar la calidad de la información disponible. La fuente de información más accesible a este respecto es el rubro "errores y omisiones" en el balance de pagos. Las operaciones que se incluyen en esta categoría deberían reclasificarse, ya sea como operaciones en cuenta corriente o como movimientos de capital no compensatorio. Sin embargo, la tarea de examinar en detalle el rubro "errores y omisiones" con el fin de lograr una correcta asignación del total registrado en este rubro, aunque posible, sobrepasa el alcance de este estudio. En él se empleará un enfoque menos riguroso pero de más fácil aplicación, como es el de tratar la totalidad del rubro "errores y omisiones" como movimientos autónomos de capital, comparando el comportamiento de los datos ajustados con el de los datos oficiales en el análisis de regresión. El Apéndice B contiene la información pertinente. Una mejora en los resultados empíricos debe constituirse en la única evidencia válida de que este procedimiento es adecuado.

La evaluación empírica exige un segundo ajuste de los datos para tomar en cuenta los cambios (flujos) en las tenencias privadas de activos de liquidez internacional. Aunque no es fácil establecer la relación existente entre las tenencias privadas de liquidez internacional y los movimientos internacionales de capitales, ésta puede desprenderse de la observación de las prácticas normales en los mercados cambiarios y de capital. En los mercados libres de restricciones para los movimientos de capitales (tanto para comprar como para vender moneda extranjera), los cambios en las tenencias privadas de liquidez se canalizan a través de la compra y venta de dichos activos en los mercados oficiales y, por lo

tanto, aparecerán normalmente registrados como movimientos autónomos de capital.¹¹ Sin embargo, cuando existe un régimen de control de cambios que no permite la compra de divisas para propósitos de atesoramiento, esta acumulación se canalizará, por lo general, a través de la práctica común de sobrefacturación de importaciones y subfacturación de exportaciones y de movimientos falsos en las cuentas que integran el rubro "servicios" (turismo, dividendos, regalías, gastos de puertos, etc.).

En los apéndice A y B se incluye toda la información disponible en materia de tenencias privadas de activos de liquidez internacional, tanto a nivel trimestral como al nivel anual; lamentablemente, sin embargo, dicha información no es suficiente para los fines de este estudio, y se hace necesario reconstruir, sobre la base de los datos existentes, las series requeridas.¹²

b) *Rendimientos efectivos diferenciales*

Los aportes teóricos, así como la evidencia empírica disponible para países desarrollados, coinciden en identificar a las diferenciales de rendimientos efectivos entre los activos nacionales y los activos externos como uno de los principales determinantes de los movimientos internacionales de capitales; el término "rendimiento efectivo" se define de la manera más amplia posible, e incluye conceptos tales como el de tasas de interés, variaciones en el valor de capital de un activo, ventajas impositivas, etc.

Si hubiera mercados financieros y cambiarios eficientes, se simplificaría tremendamente la tarea de cuantificar dichos rendimientos efectivos, tanto para inversiones directas como para inversiones financieras. Sin embargo, el uso generalizado de controles y restricciones —tanto en los mercados de capitales como en los mercados cambiarios— torna muy difícil dicha cuantificación.

La mayor parte de los estudios empíricos o teóricos relacionados con el tema han concentrado su atención casi exclusivamente en las

¹¹Incluso bajo un régimen de libertad cambiaria, es posible encontrar diferencias sustanciales entre los movimientos reales de capitales y los registrados; esta situación ocurrirá, por ejemplo, cuando debido a deficiencias del régimen de información estadística la acumulación de divisas por parte de exportadores sea registrada como una menor exportación, en lugar de registrar el ingreso de la exportación y la posterior salida de capital.

¹²En el presente trabajo se han reconstruido tres series alternativas a nivel trimestral para la Argentina, sobre la base de métodos que van de la simple extrapolación lineal al uso de series relacionadas, basadas en métodos estadísticos relativamente complejos. Los métodos de la construcción de estas series se describen con cierto detalle en la sección relativa a "cuantificación de las principales variables", y con mucho mayor detalle en el apéndice A.

diferenciales entre las tasas de interés, en cuanto éstas representan diferenciales de "rendimientos efectivos". Sin embargo, desde la generalización de la flotación de las monedas, estos estudios han tendido también a incluir en la definición de "rendimiento efectivo", las variaciones en el valor de un activo originadas por variaciones en los tipos de cambio.

En países pequeños, con mercados financieros y cambiarios libres de restricciones, y con sistemas cambiarios basados en tipos de cambio fijos, la práctica de asimilar el concepto de "rendimiento efectivo" a la tasa de interés de mercado debería tender a arrojar resultados satisfactorios, lo cual a su vez simplificaría tremendamente la tarea de cuantificación. Por otro lado, en el caso de países libres de restricciones pero con sistemas cambiarios basados en la flotación de la moneda, la cuantificación del concepto de rendimiento efectivo sólo requeriría la inclusión de valores que reflejen las expectativas de modificaciones cambiarias. Sin embargo, el uso frecuente de restricciones y controles cambiarios y financieros en la mayoría de los países latinoamericanos, y las crisis cambiarias recurrentes que afrontan estos países, invalidan el uso de procedimientos simples y exigen métodos de cuantificación más complejos, capaces de reflejar adecuadamente las diferenciales de rendimientos efectivos. Por último, las tasas de interés no siempre son representativas de la rentabilidad de las inversiones directas.

Las tasas de interés, en los diversos países de la región, han estado generalmente sujetas —aunque en distinto grado— al control oficial, con la consiguiente aparición de mercados informales. En tales circunstancias no sólo se dificulta la cuantificación del concepto de rendimiento para el caso de activos financieros, sino que se invalida también la posibilidad de usar tasas de interés financieras como sustituto de una variable que mida el rendimiento marginal del capital. Por otra parte, los flujos financieros de corto plazo son seriamente afectados por las tasas de interés y los movimientos cambiarios oficiales, así como por las operaciones de los mercados paralelos de cambio, los mercados informales de crédito, etc.

Resulta *a priori* evidente que no todos los movimientos de capitales responden a una misma motivación. Las inversiones directas son, por naturaleza, inversiones de plazo más largo que la mayoría de las inversiones financieras y responden por lo general a expectativas de retorno en actividades productivas, y no a expectativas de ganancias de cortísimo plazo. Por otro lado, aun cuando en teoría los movimientos de capitales oficiales —no compensatorios— deberían guiarse por el mismo sistema de costos e incentivos que los movimientos privados, no sucede así en la práctica: las motivaciones tanto económicas como políticas de dichos movimientos no coinciden necesariamente con las motivaciones privadas, mientras que al mismo tiempo la relativa ineficiencia de

algunas empresas estatales de los países de la región genera, en muchas ocasiones, movimientos de capitales no relacionados con diferencias de rendimientos efectivos sino con deseos de evitar procesos de control presupuestario.

En lo relativo a las inversiones directas, y ante la ausencia de información fidedigna acerca de sus rendimientos, es necesario utilizar otras variables para reflejar éstos. Una solución aparentemente obvia a primera vista es la de utilizar para tal propósito, los dividendos y rendimientos de las acciones que se cotizan en bolsa, pero la falta de transparencia de los mercados bursátiles de la región, así como la fuerte tendencia al autofinanciamiento en la mayor parte de las empresas, hace que dicha información no sea útil para reflejar los rendimientos de la inversión directa. Un camino indirecto posible sería utilizar las tasas esperadas de crecimiento del PNB como indicadores de las tasas internas de retorno estimadas mediante algunos de los métodos desarrollados para cuantificar expectativas.

La medición de los rendimientos efectivos en operaciones financieras, aunque parece más sencilla, es en realidad mucho más compleja. En países con inflación elevada y persistente, con tipos de cambio inestables y mercados financieros y cambiarios distorsionados (con amplios mercados paralelos) la medición de las diferenciales de rendimientos efectivos se complica por las expectativas de variación de las tasas cambiarias y por la posibilidad de obtener ganancias adicionales adquiriendo activos externos a precios oficiales para venderlos posteriormente en los mercados paralelos. Como hay ocasiones en que las cotizaciones de las divisas en los mercados paralelos duplican o triplican las cotizaciones en los mercados oficiales, los rendimientos de estas transacciones cambiarias oscurecen completamente la importancia de las diferenciales simples de tasas de interés.

La especificación de la variable "rendimientos efectivos diferenciales" se basa en el supuesto de que en los países de América Latina gran parte de los movimientos de capitales se originan en el comportamiento de los agentes económicos del país estudiado,¹³ los que comparan no solamente los rendimientos alternativos de diversos activos financieros nacionales y externos, sino también las alternativas de inversión en bienes reales. En esencia, el problema puede ser simplificado y vislumbrado en términos de la comparación entre el poder adquisitivo, al final del período de análisis, de una inversión en activos nacionales (la más rentable), y el poder adquisitivo de una inversión en el exterior cuyas

¹³ Este supuesto, si bien es compatible con el supuesto de país pequeño, no es esencial, y el modelo no sufre alteraciones si la especificación se realiza sobre la base del comportamiento de los agentes económicos externos.

divisas se adquieren al tipo de cambio oficial y cuyo producto se liquida al final del período en el mercado paralelo.¹⁴

Naturalmente, esta forma de medición combina varias operaciones que podrían haber sido tratadas por separado (como por ejemplo la posibilidad de comprar divisas al precio oficial a través de cualquiera de los varios mecanismos posibles, y venderlas inmediatamente en el mercado paralelo) pero este procedimiento no agregaría nada al análisis de los movimientos de capitales y agravaría los problemas creados por el escaso número de observaciones.

c) *Desequilibrio monetario*

Tal como se señalara en la sección donde se describe el modelo basado en el enfoque monetario del balance de pagos, éste ha enfatizado, desde su utilización implícita por parte de D. Hume, y posteriormente en forma más explícita en los trabajos de F. Y. Edgeworth y A. Marshall, la importancia de los efectos de la política monetaria sobre el balance de pagos, fundamentalmente a través de su repercusión en el flujo de bienes reales.

El mismo razonamiento que da origen a dicho enfoque se aplica con igual validez a los movimientos autónomos de capital. En efecto, si las autoridades monetarias crean crédito en un monto que exceda la demanda incremental de dinero por parte del público, dicho crédito será rápidamente distribuido por éste entre varios activos alternativos: acumulación involuntaria de dinero (demoras en el ajuste de las tenencias de saldos monetarios reales a los niveles deseados), compra de bienes y servicios —nacionales e importados—, compra de activos de liquidez internacional, reducción del endeudamiento externo (factores estos últimos que dan origen a las salidas de capital), etc. Del mismo modo, una política crediticia restrictiva obligará al público a disminuir sus tenencias de activos de liquidez internacional y a contraer créditos externos para satisfacer sus necesidades de crédito y de dinero.

Por otro lado, el segundo componente del desequilibrio monetario —la demanda de dinero— producirá los mismos efectos pero en sentido

¹⁴ Un inversionista que posee un capital C_0 puede optar por invertir su capital en activos nacionales a una tasa i , o invertirlo en activos externos a una tasa i comprando las divisas a una tasa e_0^o y vendiendo al final del período todas las divisas a una tasa e_1^p . La diferencial de rendimiento es por lo tanto:

$$\frac{C_0 (1 + i)}{(1 + \pi)} - \frac{C_0 (1 + i^*) [C_j^p / C_0^o]}{(1 + \pi)}$$

donde π = tasa de inflación del período.

contrario; es decir, un incremento en la demanda de dinero, en su más amplia definición, producirá los mismos efectos que una política crediticia restrictiva. Debe observarse que se enfatiza el concepto de política crediticia y no el de política monetaria, por cuanto el crédito es la variable de control de las autoridades monetarias, y porque la política monetaria es el resultado conjunto de la política crediticia y del efecto de ésta y otras medidas sobre el balance de pagos.

Es importante enfatizar que se definió el concepto de “desequilibrio monetario” en términos de la relación entre la política crediticia y la demanda *incremental* de dinero (ambos conceptos de flujo) en lugar de definirlo en términos de acervos (diferencias entre el acervo de crédito y la demanda global de dinero), porque los movimientos de capitales (flujos) se originan en respuesta a cambios en los desequilibrios globales y no propiamente en respuesta a dichos desequilibrios. Al mismo tiempo, el proceso de ajuste de un “desequilibrio monetario” no es instantáneo y puede transcurrir largo tiempo hasta su concreción; de este modo, en las conclusiones empíricas, un flujo de capitales observado puede corresponder al agregado de varios flujos correspondientes a ajustes parciales de varios desequilibrios monetarios de períodos pasados. En las evaluaciones empíricas basadas en datos anuales, la importancia de esta demora en el proceso de ajuste puede ser escasa (aunque es imposible afirmarlo *a priori*); sin embargo, en las evaluaciones basadas en datos trimestrales estas demoras pueden afectar significativamente los resultados, por lo que puede tornarse imprescindible el uso de variables rezagadas que capten adecuadamente los efectos de ajuste parcial de los desequilibrios monetarios.

Por otro lado, el efecto de un desequilibrio monetario sobre los flujos de capitales puede también verse seriamente modificado por el efecto del mismo desequilibrio sobre la cuenta corriente; un desequilibrio que es compensado parcialmente por los flujos en la cuenta corriente del balance de pagos generará un flujo de capitales inferior al que existiría si la cuenta corriente no compensara parte del mencionado desequilibrio. Esta relación, que se deriva del razonamiento central del enfoque monetario del balance de pagos, y del proceso de creación de dinero en un esquema de tipos de cambio fijo, introduce la necesidad de tomar en cuenta los efectos de los resultados de la cuenta corriente, ya sea mediante el ajuste de las cifras al especificar el concepto de “desequilibrio monetario”, o mediante su tratamiento como una variable independiente adicional alternativa, que se describe más adelante.

Una complicación adicional en la evaluación de los efectos de los desequilibrios monetarios sobre los movimientos de capitales está dada por el hecho de que dichos desequilibrios afectan simultáneamente a otros mercados y a otras variables, fundamentalmente del modelo combinado simplificado, lo que dificulta la correcta identificación de

los efectos de cada una de las variables. Al mismo tiempo, algunas de estas otras variables son a su vez importantes para determinar la demanda de dinero, fundamental para la determinación de la variable "desequilibrio monetario". Otra dificultad en la definición de esta variable surge del hecho de que no existen estimaciones consistentes, y disponibles, de "demanda de dinero" para los países analizados, por lo que es necesario en algunos de ellos estimarlas exclusivamente con el único objetivo de definir la variable en cuestión. En la sección correspondiente se describe en mayor detalle la metodología utilizada para su cuantificación.

d) *Tenencias oficiales de reservas*

Es frecuente que altos funcionarios del ámbito económico destaquen la experiencia —reiterada— de que una sólida posición de balance de pagos y de reservas en un país lleva a una abundante oferta de fondos externos, y que dicha oferta tiende a debilitarse, y aun a desaparecer, en momentos en que existen dificultades en los pagos externos.

La inclusión en el presente estudio de una variable representativa del grado de riesgo asociado con las operaciones con un determinado país permite incorporar este hecho en la evaluación empírica; permite además cuantificar el grado de disponibilidad de la oferta internacional de fondos. En general, ésta puede interpretarse como una de las variables representativas del estado de los mercados internacionales de capitales en relación con el país estudiado.

La banca internacional tiende a fijar periódicamente el grado en que desea comprometer sus inversiones en cada país; para llegar a esta decisión realiza una evaluación de las perspectivas futuras del sector externo del país en cuestión y de sus posibilidades de endeudamiento, basándose para ello en un conjunto de indicadores simples, entre los que se destacan el nivel de reservas, el grado de endeudamiento, el perfil de la deuda, las perspectivas de mediano plazo del balance de pagos, etc.

En el presente estudio se utiliza la variable reservas brutas como variable representativa de esa evaluación y de la actitud de los mercados de capitales para con el país analizado. No se intentó el uso de otras variables tales como el nivel de las reservas netas, el nivel de endeudamiento, etc., porque los resultados empíricos con la variable reservas brutas fueron ampliamente satisfactorios. Sin embargo, el tema merece una exploración más amplia en alguna revisión futura del presente estudio.

Hay un elemento que debe ser considerado con sumo cuidado durante la evaluación empírica: un flujo de capital hacia el país incrementa automáticamente el nivel de reservas; aun cuando una de las variables es una variable de flujo y la otra es una variable de acervo, en casos excepcionales esta relación podría generar un problema de causali-

dad entre la variable dependiente y la variable independiente, evidenciando al mismo tiempo un alto coeficiente de correlación simple entre ambas variables.

En la mayoría de las evaluaciones empíricas el problema no se presenta. Sin embargo, al usar el nivel total de reservas como variable explicativa, es posible, en aquellos casos en que se detecta un elevado grado de autocorrelación, utilizar diversos métodos para resolver el problema, entre ellos el uso de variables desfasadas o de variables expresadas en términos de promedios anuales.

e) *El uso de restricciones directas a los movimientos de capitales*

Los países latinoamericanos han utilizado reiteradamente las restricciones cambiarias para afrontar problemas de balance de pagos, y han dado muestras de un gran espíritu "innovador" en su uso. El razonamiento económico que justifica el uso de las restricciones cambiarias es muy simple: las divisas son, tal vez, el insumo más escaso en la economía de los países en desarrollo, y por ello son un bien público cuya asignación entre diferentes usuarios debe ser claramente definida por las autoridades económicas.

El grado de intensidad en el uso de las restricciones cambiarias varía de país en país y de año en año, dependiendo tanto de las circunstancias económicas como del pensamiento económico de los gobiernos. Sin entrar en debate acerca de los resultados económicos de las restricciones, es importante evaluarlas en términos de su propio objetivo: detener las salidas de capitales en momentos de dificultades de balance de pagos sin afectar negativamente los ingresos normales de divisas.¹⁵ Es decir, si los controles a los movimientos de capitales funcionaran en forma efectiva, la imposibilidad de obtener divisas al precio oficial para fines especulativos disminuiría el atractivo de las operaciones en divisas y el resultado neto de la imposición de controles de capitales sería probablemente positivo,¹⁶ en el sentido de que las salidas netas serían inferiores a las que se producirían sin los controles. Si por el contrario, estos últimos fueran ineficientes, su imposición sólo incentivaría la compra de activos externos y por consiguiente la salida de capitales. La efectividad o ineffectividad de los controles de capitales es una cuestión puramente empírica que no puede ser resuelta en el campo de la teoría.

¹⁵ La principal dificultad para realizar esta evaluación reside en la medición de la intensidad de las restricciones vigentes en cada país, lo que no es fácilmente cuantificable. El método utilizado en este estudio se discute en la sección dedicada a cuantificación de variables.

¹⁶ El concepto de resultado positivo sólo está restringido al logro del objetivo que persigue la medida y no intenta describir, en absoluto, los efectos de dicha medida sobre la asignación global de recursos y sobre el bienestar de la comunidad en general.

El presente trabajo permite realizar una simple comprobación de la eficiencia global de los controles de los movimientos de capitales en la región. De haber controles eficientes, el resultado de la regresión de la variable movimientos autónomos de capital sobre la variable restricciones tiene que mostrar una relación inversa entre ambas variables, aun en aquellos casos en que la relación de conducta no se encuentre completamente especificada; en caso contrario, el efecto global del uso de tales restricciones sería contrario a sus objetivos. Al mismo tiempo, en el caso de que la regresión simple de estas dos variables arroje resultados opuestos a los objetivos de la medida, una mejor especificación de la función (incorporando otras variables, como la de rendimientos efectivos diferenciales,¹⁷ por ejemplo, con el fin de considerar las distorsiones producidas por los controles) daría una relación funcional con los signos esperados; en este caso, la variable "restricciones" debería tender a medir solamente los efectos de la legalidad o ilegalidad de las operaciones. El efecto neto del uso de las restricciones sería de todos modos negativo.

Por último, las restricciones, por lo general, se introducen cuando hay problemas de balance de pagos y/o de reservas, con lo que la estrecha vinculación entre dichas variables independientes puede crear problemas similares a los descritos en la sección anterior.

f) *El saldo de la cuenta corriente - tratamiento conjunto de las variables "reservas" y "cuenta corriente"*

Las autoridades económicas suelen afirmar que las instituciones internacionales de préstamo tienden a restringir sus operaciones con los países con dificultades en sus cuentas corrientes de balance de pagos; que limitan los créditos nuevos y exigen el pago de operaciones que normalmente serían renovadas. De ser esto así, habría un fuerte motivo para esperar que los capitales autónomos se movieran en el mismo sentido que el balance de cuenta corriente, ampliando de ese modo las fluctuaciones de esta última en vez de operar como factor de amortiguación. Por otro lado, es también común —entre los países de la región— imponer a proveedores externos la obligación de financiar sus exportaciones, por un plazo mínimo, en momentos de dificultades de pagos, incentivando al mismo tiempo a las empresas del estado para que incrementen

¹⁷ Téngase en cuenta que comúnmente la existencia de restricciones genera la aparición de mercados paralelos, cuya cotización —superior a la oficial— constituye un elemento importante en la medición de la variable correspondiente a los rendimientos efectivos diferenciales. Esto implica un alto grado de asociación entre estas dos variables independientes, incrementándose los rendimientos en moneda extranjera en la medida en que los controles cambiarios se tornan más estrictos, y generando así incentivos para la salida de capitales. Así, la medida adoptada tiene un efecto opuesto al buscado.

sus niveles de endeudamiento externo. Estas dos tendencias contradictorias tornan incierta la evaluación del comportamiento de esta variable. En general, debe esperarse que, en la medida en que mejore la especificación de la función global, la relación entre el saldo de la cuenta corriente y los movimientos autónomos de capitales tenderá a fortalecer el segundo de estos argumentos, mostrando por lo tanto un signo negativo: los proveedores de bienes externos, renuentes a financiar exportaciones,¹⁸ cumplirán el requisito formal del financiamiento para luego sacar de inmediato los fondos a través de los mercados no institucionalizados. Con una buena especificación de las relaciones de conducta, el primer movimiento estaría captado por la variable "cuenta corriente" y el segundo por la variable "rendimientos efectivos diferenciales". Una posible manera de captar ambos efectos sería la de usar como variables independientes —simultáneamente— el saldo de la cuenta corriente en el período en cuestión y en el período inmediatamente anterior; de este modo el dato del período captaría el efecto de la obligación legal de financiamiento por parte de los proveedores externos, y el saldo del período anterior captaría el elemento de "riesgo" y la actitud de los mercados internacionales de crédito.

No son éstas las únicas complicaciones que se observan en el uso de los saldos en cuenta corriente como variable explicativa. Los países en desarrollo han propuesto reiteradamente la creación de mecanismos que garanticen la transferencia de recursos reales hacia dichos países, argumentando que los mismos son por naturaleza importadores netos de capitales. Por lo tanto la concreción del objetivo de transferencia de recursos reales¹⁹ de países desarrollados a países en desarrollo implicaría el registro simultáneo de un deterioro en la cuenta corriente con afluencia de capitales al país; en forma semejante, las inversiones directas de capitales vienen por lo general acompañadas de importaciones de bienes de capital, lo que también daría el resultado descrito en el párrafo anterior.

Por último, en caso de aceptarse las premisas del enfoque monetario del balance de pagos, un exceso de creación de crédito en relación con la evolución incremental de la demanda de dinero generará simultá-

¹⁸ Es decir, al aumentar el monto de las importaciones —y desmejorar por lo tanto la cuenta corriente— se incrementará el flujo de capitales.

¹⁹ A pesar que la experiencia histórica muestra que los países en desarrollo son importadores netos de capital registrado, las fugas de capitales no registrados en estos países superan en ocasiones las entradas netas y por lo tanto, podrían invalidar el argumento general; más aún, la evidencia histórica muestra también casos de países que cumplieron su proceso de desarrollo sin recurrir al capital externo. De todos modos, es indudable que el uso de capitales externos es una práctica común que puede acelerar y hacer menos penosa la acumulación de capital que requiere dicho proceso de desarrollo.

neamente un deterioro en la cuenta corriente y una salida de capitales.

Todos estos argumentos muestran lo difícil que es encontrar, en el plano teórico, una definida relación entre la variable "cuenta corriente" y los movimientos autónomos de capitales; el problema por lo tanto se transforma en una problema empírico, pero aun en este caso resultará muy difícil que los resultados permitan alcanzar conclusiones definidas.

Un modo posible de facilitar la interpretación de los resultados empíricos en función de algunas de las hipótesis de los párrafos anteriores proviene del análisis de los mecanismos de evaluación vigentes en la banca internacional. Es evidente que cuando un país con una sólida posición de reservas y buenas perspectivas futuras en materia de balance de pagos enfrenta una situación transitoria de desequilibrios en cuenta corriente, la banca internacional se mostrará muy dispuesta a financiar dicho desequilibrio: se tratará de una operación muy rentable y de poco riesgo. Incluso, en algunos casos, la banca puede estar también dispuesta a financiar desequilibrios persistentes en cuenta corriente (caso del Brasil en el último decenio) cuando estos desequilibrios forman parte de un programa prudente y equilibrado de manejo del sector externo. Por el contrario, parece razonable esperar que la banca no prestará ayuda a aquellos países que muestren tendencia al deterioro persistente de la cuenta corriente y que muestren niveles bajos, o caídas persistentes en las reservas internacionales. La evaluación de estas circunstancias es compleja y no puede ser representada por una simple variable, pero de todos modos parece conveniente intentar definir una variable de estas características para captar, aunque más no sea, algunos de los importantes efectos de la variable "cuenta corriente" sobre los movimientos autónomos de capitales. Una forma posible de definir la variable para cumplir con dicho objetivo puede ser utilizar el cociente entre el saldo de la cuenta corriente y el nivel de reservas, tratando así de conformar la existencia de una relación directa entre este cociente y los movimientos de capitales; es decir, mientras mayor sea el déficit en cuenta corriente en relación con el nivel de reservas, mayor será la renuencia de la banca internacional para financiar esos desequilibrios.

Por último, los mismos comentarios que se hicieron al examinar las diversas alternativas de definición de movimientos de capitales se aplican en forma simétrica a la definición de los saldos de la cuenta corriente. El uso de restricciones cambiarias fomenta la formación de mercados paralelos y genera la vigencia de cotizaciones diferenciales entre los mercados paralelos y los mercados oficiales. Un exportador que debe obligatoriamente entregar el producto de sus exportaciones al tipo de cambio oficial se verá tentado por el mencionado diferencial de cotización a falsear sus declaraciones de exportaciones, subfacturando las mismas, con el fin de vender la parte no declarada en el mercado paralelo; un importador, al mismo tiempo, también se verá tentado, por

su capacidad de acceso a los mercados oficiales, a requerir más divisas que las necesarias mediante el recurso de sobrefacturar sus importaciones permitidas. De este modo, la sobrefacturación y la subfacturación se convierten en el vehículo preferido de los movimientos de capitales, juntamente con las demoras y anticipos de cobros y pagos, y la sobre y subfacturación en los rubros de la cuenta de servicios. En consecuencia, la cuenta corriente tenderá a ser el mecanismo que canaliza los flujos privados y por lo tanto deben ser corregidos de un modo simétrico con las correcciones que se efectúan en la cuenta de capital.

Cabe en esta sección ampliar también algunos de los conceptos enunciados en la sección de especificación de la variable "desequilibrio monetario", relacionados con la asociación de dicho desequilibrio con la cuenta corriente, y por lo tanto con su efecto en los movimientos de capitales. Una deficiencia en la creación de crédito en relación con la demanda incremental de dinero afecta simultáneamente la cuenta corriente del balance de pagos y la cuenta de capital; y a través de ambos el desequilibrio tiende a ajustarse. Sin embargo, si en respuesta a otros incentivos la cuenta corriente mostrara un resultado opuesto al esperado, la consiguiente destrucción de dinero agravaría el desequilibrio monetario y requeriría una contribución adicional de los movimientos de capitales al proceso de ajuste.

Para tomar en cuenta este problema existen dos alternativas: incorporar el resultado de la cuenta corriente a la definición de desequilibrio monetario, trabajando con cifras ajustadas en la especificación del modelo; o incorporar como variable independiente el saldo de la cuenta corriente. Ambas posibilidades tienen el mismo objetivo y deberían producir resultados satisfactorios. La primera parece más adecuada para países libres de restricciones y para casos con pocas observaciones; la segunda parece más adecuada para economías complejas en donde el número de observaciones es amplio y el uso de restricciones intenso.

3. Variables de adecuación a situaciones particulares

En las secciones anteriores se describe en cierto detalle el conjunto de variables explicativas que constituyen el núcleo de lo que hemos denominado el "modelo combinado simplificado".

Al describir dicho modelo, se señaló que el mismo sólo podría aplicarse en su forma más simple a países libres de regulaciones o distorsiones importantes; para el caso de países con gran experiencia en el uso de regulaciones pormenorizadas de control se torna imprescindible evaluar dichas regulaciones y particularidades, con el fin de poder ajustar el modelo para incorporarlas.

Dada la mayor experiencia del autor con el caso argentino, se consideró conveniente realizar para este país una cuidadosa evaluación

de la experiencia histórica reciente en materia de restricciones a los movimientos de capitales, con el fin de determinar el grado de probabilidad de que algunas de dichas medidas puedan haber generado repercusiones no captadas todavía por las principales variables explicativas, incluso la de "restricciones".

Se comprobó, por ejemplo, la existencia de una política denominada de "pases financieros", al margen de las demás disposiciones cambiarias, cuyas particularidades no podían ser captadas por ninguna de las restantes variables. En efecto, en diversas oportunidades las autoridades argentinas aplicaron una política de "pases" financieros, que se utilizaba básicamente en momentos de dificultades de pagos, y consistía en otorgar a las personas o instituciones que ingresaran capitales (por lo general capital financiero, pero en ocasiones incluso de financiamiento de importaciones) un "seguro de cambio" que garantizaba el reintegro de los fondos, en una fecha fijada, con un tipo de cambio predeterminado. La prima implícita en el seguro de cambio se fijaba en un nivel permanentemente inferior al de la tasa esperada de devaluación, e inferior también al de la tasa de inflación; más aún, inferior a la tasa interna de interés (también regulada), todo ello con el objetivo de incentivar los ingresos de capitales. Para dar una idea de la magnitud implícita del subsidio que involucraba esta operación, basta señalar que, a fines de 1975, la prima del seguro de cambio era inferior al 30% anual, mientras que la tasa de devaluación en el mercado paralelo en el mencionado año fue superior al 1 000%. En estas circunstancias era de esperar que se produjeran ingresos masivos de capitales amparados por esta operación (y así sucedió), para proceder inmediatamente a retirar esos mismos capitales a través del mercado paralelo.

Estas operaciones no pueden ser captadas en toda su magnitud por las principales variables explicativas del modelo, por lo que se tornó imprescindible incorporar una nueva variable que captara el efecto de estas operaciones; esta fue la variable "swaps" (de compra de cambio con pacto de retroventa) construida sobre la base de las diferencias de rentabilidad entre operaciones de ingresos de capital que hacían uso de esta facilidad y aquellas que no lo hacían.

En forma semejante, se comprobó la existencia de otros aspectos de política económica que por su importancia debían ser tomados en cuenta al realizar cualquier análisis. Un ejemplo de estos hechos particulares son las transferencias que recibieron Nicaragua y Guatemala como consecuencia de los terremotos que sufrieron a mediados del decenio de 1970, con el consiguiente impacto sobre las cuentas corrientes; otro es el relativo a los permisos de importaciones sin uso de divisas, (medida muy usual durante el decenio de 1950) de acuerdo con lo cual los importadores recibían permisos de importación de una amplia gama de productos, siempre y cuando no requirieran de las autoridades moneta-

rias las correspondientes divisas; en estos casos, el precio interno de los productos en cuestión alcanzaba un nivel varias veces superior al precio de un producto externo, aun después de computar todos los recargos y costos de intermediación de los mismos, con lo que la tasa de retorno de los ingresos de capitales —implícitos en los ingresos de las mercaderías— eran muy superiores a las correspondientes a las operaciones financieras simples, y similares en concepto a los descritos en el párrafo anterior.

También cabe mencionar los problemas de evaluación que se derivan de las operaciones de importaciones secretas, las cuales no son por lo general registradas ni en el rubro importaciones ni en el rubro ingreso de capitales, pero cuyos pagos se registran consistentemente en la cuenta de capital.

Por último (y no es lo menos importante), los frecuentes conflictos políticos en los países de la región son causales de primer orden de los movimientos de capitales, y resultan imposibles de asociar a ninguna de las variables económicas mencionadas precedentemente. En aquellos casos en que dichos conflictos producen resultados claramente discernibles, es posible incorporarlos al análisis empírico mediante el uso de variables artificiales denominadas "dummys" que reflejen la influencia de estos factores. Sin embargo, este procedimiento es de poca utilidad para aquellos casos en que los efectos de estos acontecimientos no sean susceptibles de una evaluación inequívoca.

Todo lo anterior lleva a la conclusión de que no es posible esperar *a priori* resultados espectaculares en los aspectos empíricos del trabajo en el caso de aquellos países que han estado sujetos a frecuentes distorsiones y crisis políticas. Al mismo tiempo, es de esperar que sean satisfactorios los resultados correspondientes a los países de economías estables y poco distorsionadas: que ellos se adecúen al modelo descrito y generen un cierto grado de poder predictivo.

4. Cuantificación de las principales variables

Una de las principales restricciones para la correcta evaluación de las hipótesis presentadas en la sección anterior consiste en la falta de información adecuada para los países de la región respecto de muchas de las variables allí mencionadas. Esta falta de información es particularmente importante en lo referente a tasas de interés, tenencias privadas de activos de liquidez internacional, regímenes especiales, etc.

a) *Ajuste de las cifras oficiales de movimientos de capitales*

El primer problema que se plantea, por lo tanto, se refiere a la cuantificación de los flujos de capitales, ajustados para tomar en cuenta

las variaciones en las tenencias de activos de liquidez internacional por parte del sector privado.²⁰

La información que existe acerca de estas tenencias es sumamente parcial, pero tiende a mejorar. La principal fuente de datos en lo relativo a tenencias privadas de activos de liquidez internacional es la Reserva Federal de los Estados Unidos, que publica, desde hace ya más de dos decenios, información con respecto a los depósitos de corto plazo de extranjeros, en dólares, en bancos de Estados Unidos; esta información incluye también la correspondiente a depósitos a más de un año de plazo, y la tenencia de bonos del gobierno. Estas estadísticas hubiesen sido adecuadas (aunque no completas) si el estudio se hubiese concentrado en el análisis de los flujos de capitales en el decenio de 1950; sin embargo, dado el tremendo crecimiento de los mercados de euromonedas y la proliferación de los mercados extrafronterizos, las estadísticas de los depósitos en bancos de Estados Unidos dejaron, desde mediados de los años 60, de representar adecuadamente el total. Afortunadamente, a partir de 1972, el Banco de Inglaterra comenzó a publicar datos anuales relacionados con los depósitos hechos por extranjeros en bancos situados en el Reino Unido, en euromonedas, sin incluir los depósitos en libras esterlinas. Antes de 1972, la información disponible no contempla una clasificación por país, aunque sí incluye datos para diversas regiones en su conjunto. A partir de 1974, el Banco de Inglaterra publica dicha información con una periodicidad trimestral. Por último, desde fines de 1975, el Banco de Ajustes Internacionales de Basilea publica, con una periodicidad trimestral, datos relacionados con los depósitos de extranjeros, denominados en diferentes monedas, en los bancos de Europa (incluyendo Suiza), de Estados Unidos, Panamá, Singapur y demás mercados transfronterizos.

Es evidente, por lo señalado en el párrafo anterior, que poco a poco la información disponible sobre tenencias de activos externos por parte del sector privado, mejora sustancialmente en cuanto a su cobertura y a su calidad, homogeneidad y frecuencia de publicación.²¹

La falta de la necesaria información obligó a usar un procedimiento especial para poder realizar la evaluación empírica. Este consistió en un estudio, etapa por etapa y usando diversos métodos estadísticos, destinado a estimar los flujos no registrados de capitales. En consecuen-

²⁰ Sobre el tema de las tenencias privadas de activos de liquidez internacional, véase: Carlos Massad, *Liquidez internacional total, evaluación económica y consecuencias de políticas*, FMI, agosto de 1972; Ricardo H. Arriazu, "Conferencia en la Reserva Federal de los EE.UU.", octubre de 1974; Ricardo H. Arriazu, "La reforma del sistema monetario internacional desde la perspectiva de los países en desarrollo", *Revista Argentina de Finanzas*, junio de 1977.

²¹ Esta mejora permitirá, en unos pocos años, la realización de estudios mucho más precisos que los actuales.

cia se experimentó —para el caso argentino— con cinco definiciones alternativas de movimientos autónomos de capitales: i) cifras de movimientos autónomos sin ajustes, tal como se presentan en los balances de pagos nacionales; ii) cifras que se derivan de adicionar el rubro “errores y omisiones” al concepto de capitales autónomos; iii) cifras ajustadas por los flujos no registrados estimados sobre la base de los datos existentes de tenencias privadas de liquidez y la extrapolación lineal de los datos faltantes; iv) cifras ajustadas por los flujos no registrados estimados como en el punto anterior, pero sobre la base del procedimiento de extrapolación que se describe en el apéndice A, y v) cifras ajustadas por los flujos no registrados estimados sobre la base de series relacionadas con el procedimiento que se describe en el apéndice A.

En todos estos casos se puso especial cuidado en que la reconstrucción de series se realizara con métodos estadísticos que aseguraran que los posibles resultados favorables se debieran a una buena especificación del modelo y no a interferencias provenientes de la propia construcción de las series. Los métodos descritos en el párrafo anterior cumplen con este requisito, y si algún comentario puede hacerse a los mismos es que, al no incluir elementos subjetivos, es casi seguro que arrojarán resultados menos satisfactorios que los que se derivarían del mismo modelo con información estadística completa.

Por todo lo anterior, es importante enfatizar que el principal propósito de la evaluación empírica es comprobar la validez del modelo en general y el grado de significación de las diferentes variables explicativas, con el objetivo de extraer conclusiones que puedan contribuir a la formulación de las políticas económicas en general, y las del sector externo en particular; pero bajo ningún concepto puede pretenderse que dichas estimaciones empíricas tengan fines de predicción, puesto que los coeficientes obtenidos provendrán de datos cuya precisión no es suficiente, aunque basten como signos de tendencias generales.

b) *Ajuste de los saldos en cuenta corriente*

La medición de la variable “saldo en cuenta corriente” sólo exige corregir las cifras oficiales de cuenta corriente utilizando los mismos flujos de tenencias privadas de divisas. En ambos casos merece especial consideración la forma en que se producen las filtraciones del sistema oficial de registro, puesto que puede darse el caso de que las entradas y egresos de capital se realicen a través de la cuenta corriente, o también el de que sólo los egresos se canalicen a través de dicha cuenta, mientras que las entradas se registren a través de la cuenta de capital.

c) *Generalización del concepto de rendimiento efectivo*

La cuantificación de la variable “rendimientos efectivos-diferenciales” fue bastante dificultosa. La información relativa a tasas de inte-

rés es casi nula, puesto que en la mayoría de los países con tasas de interés reguladas no existe información con respecto a las tasas de interés en los mercados no institucionalizados y, más aún, ni siquiera se publican series estadísticas de las tasas reguladas. Sin embargo, con la ayuda de los Bancos Centrales de la región fue posible reconstruir la información para algunos países.²² En aquellos casos en que la información no estaba disponible, se usó la tasa de inflación como variable de la rentabilidad de los activos financieros nacionales.²³

El único punto que faltaría enfatizar con respecto a esta variable es que no se debe perder de vista el hecho de que constituye una simplificación de la realidad, que trata de representar de una manera simple la comparación entre una amplia gama de alternativas de inversión en activos nacionales y una gama también amplia de alternativas de inversión en activos externos.

d) *Cuantificación del concepto de "desequilibrios monetarios"*

La cuantificación de la variable "desequilibrios monetarios" no presenta mayores problemas desde el punto de vista de la disponibilidad de datos (los datos monetarios son por lo general los mejores, en casi todos los países de la región). Sin embargo, presenta dificultades por la falta de estimaciones consistentes de "demandas de dinero" y porque, en varios casos, elaborar dichas estimaciones para los países estudiados, constituye a su vez un proyecto de investigación. Al mismo tiempo, puesto que una de las principales variables explicativas de la demanda de dinero es la estructura de tasas de interés, caemos nuevamente en las dificultades derivadas de la falta de información en materia de dichas tasas. En el caso particular del presente estudio, se realizaron estimaciones de desequilibrio monetario para Argentina y Guatemala, y se realizarán experimentos para los casos de Brasil y Chile. Naturalmente, las cifras de desequilibrio monetario fueron convertidas a dólares para hacer compatible su comparación con las cifras de balance de pagos. Los ajustes por el saldo de la cuenta corriente se realizaron con las cifras que se derivan del análisis de la sección anterior.

²² Cuando el presente trabajo se encontraba ya prácticamente concluido, el FMI hizo circular un documento interno de V. Galbis, el cual contiene una serie completa de las tasas de interés reguladas de los países de la región.

²³ Con tasas de interés negativas en términos reales, la alternativa a la compra de activos externos no es la inversión financiera sino el atesoramiento de bienes. El resto de la información necesaria para la construcción de esta variable (tasa de inflación, cotizaciones de los mercados cambiarios oficiales y paralelos, tasa de interés internacional) se encuentra disponible y es de fácil acceso.

e) *Movimientos oficiales y movimientos privados de capitales*

La definición de movimientos de capitales autónomos —o no compensatorios— incluye tanto los flujos que se derivan de la acción del sector oficial (excluyendo a las autoridades monetarias) como los flujos del sector privado. Si bien la experiencia puede diferir de país a país, parece razonable esperar que el comportamiento de estos dos sectores no será estrictamente semejante, puesto que responden a incentivos distintos y, en algunas ocasiones, contradictorios. Es común por ejemplo, en algunos países de la región, que organismos del sector oficial usen el crédito externo como una forma de escapar a la disciplina presupuestaria, importándoles poco la rentabilidad de dicha operación. De ser válida esta afirmación, los coeficientes de las diversas variables diferirán sustancialmente si se realiza la evaluación sobre la base de datos de flujos privados o si se realiza sobre la base de datos de flujos autónomos totales, y por lo tanto un tratamiento agregado tendería a reducir la calidad de la evaluación. Por este motivo, pareció importante tratar de evaluar también en forma separada el comportamiento de cada uno de estos flujos, suponiendo que todas las tenencias de divisas en el exterior pertenecen ya sea al sector privado o al sector oficial monetario.

f) *Otras consideraciones*

Con respecto a las restantes variables, éstas fueron descritas en la sección anterior, y en general no presentan mayores dificultades de cuantificación. Por ejemplo, el caso relativo al uso de una política de pases por parte de Brasil es similar al de la Argentina. Es evidente que esta variable hubiese sido muy importante para completar la explicación de la experiencia del Brasil; sin embargo, no fue posible conseguir información, por lo que fue necesario dejarla fuera del estudio en esta etapa. En el caso de las transferencias hacia los países afectados por terremotos, fue imposible obtener estadísticas sobre qué parte de la ayuda recibida tomó la forma de transferencia directa y qué parte consistió en renovación de deudas.

5. Evaluación de los resultados empíricos

En la presente sección se presentan los diversos resultados de la evaluación empírica realizada para Argentina a nivel trimestral,²⁴ y para Brasil, Chile y Guatemala a nivel anual. Lamentablemente, los resultados de los diferentes casos no son estrictamente comparables; las dificultades de obtención de los datos, junto con lo laborioso de extender

²⁴ Si bien se llevaron a cabo evaluaciones anuales para Argentina, los resultados obtenidos fueron inferiores a los provenientes de las regresiones trimestrales, y se optó por presentar directamente los resultados de las estimaciones trimestrales.

la evaluación empírica completa a todos los países,²⁵ exigían seleccionar los casos en que se aplicarían procedimientos complejos y separarlos de aquellos en los que se haría una evaluación menos detallada.

El modelo ha sido aplicado en forma completa para el caso de Guatemala (ejemplo de economía casi totalmente libre de restricciones) y para el caso de Argentina, al nivel trimestral (ejemplo de uso intenso de regulaciones restrictivas en los campos cambiarios y financieros, y caso interesante por la frecuencia con que se modifican sus políticas económicas, lo que permite verificar la validez de las premisas del modelo ante circunstancias cambiantes). Una evaluación menos completa se realizó a nivel anual para Brasil y Chile.

En todos los casos la evaluación se hizo en primer lugar sobre la base de cifras de movimiento de capitales sin ajustar, y luego sobre la base de cifras ajustadas.²⁶ La evaluación también incluye el estudio de los movimientos autónomos totales y los movimientos privados, por separado.

a) *Economías libres de restricciones: el caso de Guatemala*

El caso de Guatemala es un caso sumamente interesante para la evaluación del modelo descrito en la primera parte de este documento. Guatemala es un país que se ajusta en forma casi perfecta a los supuestos del llamado "enfoque monetario del balance de pagos"; es decir, es un país pequeño, casi completamente libre de restricciones al movimiento de bienes y de capitales, y con un sistema cambiario basado en tipo de cambio fijo. Más aún, Guatemala muestra una notable estabilidad en materia de políticas económicas. El único factor distorsionante en su economía proviene del control de la tasa de interés en los mercados financieros; sin embargo, por tratarse de una economía abierta a los movimientos de bienes, dicha distorsión no es demasiado significativa.

Las principales conclusiones de las estimaciones empíricas son las siguientes:

1. Las cifras oficiales permiten un análisis adecuado, puesto que las tenencias privadas en el exterior son muy reducidas y, dada la ausencia de controles, estos flujos se encuentran ya reflejados en las cifras oficiales.

²⁵ La obtención de funciones adecuadas de demanda de dinero para todos los países —base de la definición de la variable "desequilibrio monetario"— y la reconstrucción de las series de flujos para los mismos países sobre la base del método de series relacionadas, exigen más tiempo que el otorgado a este estudio.

²⁶ Las cifras anuales fueron ajustadas exclusivamente por los flujos de tenencias de dólares en los EE.UU., debido a la imposibilidad de reconstruir cifras de 20 años atrás con unos pocos datos ciertos. De todos modos, en la mayor parte del período analizado el mercado de EE.UU. tuvo una importancia preponderante, que superó por mucho la del resto de los mercados.

2. La variable "desequilibrio monetario" refleja persistentemente una deficiencia en la relación entre recursos monetarios de origen interno y demanda global de dinero. Dicho país es entonces importador neto de capitales, para satisfacer los requerimientos de liquidez de la economía. Este persistente desequilibrio se mantiene también, casi sin excepción, en términos de flujos —ajustados por el resultado de la cuenta corriente— razón por la cual el país es también un persistente importador de capitales en términos de flujos, para corregir los desequilibrios monetarios incrementales.²⁷
3. El rubro "movimientos de capitales no compensatorios" muestra persistentemente saldos positivos (entradas) tanto al nivel de movimientos privados como al nivel de movimientos autónomos totales.
4. En todos los casos el poder explicativo del modelo fue sumamente satisfactorio, arrojando todas las regresiones niveles de coeficientes de determinación (R^2) muy elevados. El valor mínimo, de dicho coeficiente en el conjunto de regresiones fue de 0,90, lo que demuestra el alto grado de ajuste del modelo para el caso de un país cuya economía presenta las características de Guatemala.
5. Tanto la variable dependiente como la mayoría de las variables independientes incluyen un fuerte elemento de tendencia, que no desaparece al trabajar en términos reales. Esta situación obliga a incluir una variable adicional que aísle la influencia de la mencionada tendencia. La incorporación de esta variable permite identificar mucho más claramente aquellas variables de política que influyen sobre los movimientos de capitales.
6. El "modelo combinado simple puro" arroja resultados muy satisfactorios tanto en el plano de capitales autónomos totales como

²⁷La función de demanda que sirvió de base para la cuantificación de la variable "desequilibrio monetario" responde a la siguiente ecuación:

$$\frac{M^d}{P} = -347,85 + 0,234 Y + 917,09 \frac{i - \pi}{1 + \pi} + 0,821 \left(\frac{M}{P}\right)_{t-1} - 14,42 t$$

(-3,69)
(2,17)
(3,82)
(2,44)
(-1,89)

$$R^2 * = 0,99 \text{ E.T.E.} = 0,047$$

en donde

Y = Ingreso nacional; i = tasa de interés promedio; π = tasa de inflación.

$\left(\frac{M}{P}\right)_{t-1}$ = tenencias del período anterior, representativo de la velocidad de ajuste de las tenencias reales a las tenencias deseadas.

t = tendencia.

en el de movimientos de capitales privados. Las mencionadas regresiones pueden ser resumidas en las siguientes ecuaciones:

$$\text{GCAT} = -13,56 - 0,387 \text{ GDEM}^* + 93,91 \text{ GRENT} + 0,23 \text{ GRT}$$

$$(-2,14) \quad (-4,41) \quad (1,99) \quad (5,83)$$

$$+ 1,94 \text{ t}$$

$$(2,14)$$

$$R^2 = 0,97 \quad \text{DW}^* = 2,32$$

$$\text{GCPT} = -11,62 - 0,27 \text{ GDEM}^* + 78,79 \text{ GRENT} + 0,248 \text{ GRT}$$

$$(-1,87) \quad (-3,05) \quad (1,70) \quad (6,12)$$

$$+ 1,36 \text{ t}$$

$$(1,54)$$

$$R^{2*} = 0,97 \quad \text{DW}^* = 2,42$$

en donde

GCAT = movimientos de capitales autónomos totales para Guatemala, incluyendo el rubro errores y omisiones.

GDEM* = "desequilibrio monetario ajustado", en flujos = Δ crédito total - Δ demanda estimada de dinero, + el saldo de la cuenta corriente.

GRENT = diferencial de rendimientos efectivos entre activos financieros de Guatemala y activos externos.

GRT = reservas brutas totales sin ajustar.

t = variable representativa de la tendencia.

GCPT = movimientos privados de capitales, ajustados por el rubro errores y omisiones.

7. Estos resultados confirman la validez global del modelo planteado y la adecuación del modelo combinado en su versión simplificada a una economía simple, libre de restricciones; todos los coeficientes muestran el signo esperado y el ordenamiento de los coeficientes de significación de las distintas variables coincide con el ordenamiento que se deriva del modelo.
8. La variable que muestra el mayor nivel de significación es la de "reservas brutas totales", representativa del nivel de riesgo asociado con las operaciones externas con Guatemala; este alto grado de significación se deriva del alto nivel de correlación simple (0,95) que muestran ambas variables, lo que tiende a oscurecer algunas de las otras relaciones funcionales (en realidad todas las

variables independientes muestran altos niveles de correlación simple con respecto a la variable dependiente).

Un coeficiente tan elevado de correlación simple plantea la duda de la posible presencia de autocorrelación entre ambas variables, particularmente al presentarse asociado con un nivel relativamente elevado del coeficiente de Dursin-Watson. Teóricamente, la posibilidad de que se plantee un proceso de autocorrelación entre la variable "reservas brutas totales" —un concepto de acervo— y la variable "movimientos de capitales" —un concepto de flujo—, es remota, pero no descartable. Un desequilibrio monetario afecta simultáneamente los movimientos de capitales y la cuenta corriente, afectando por lo tanto el flujo de reservas; si bien en la mayoría de los países la relación directa entre el nivel de reservas y el flujo de capitales (resultante de este proceso) es prácticamente nula, es posible construir un ejemplo de flujos de capitales que generen una serie de niveles totales de reservas altamente relacionada con la serie de flujos.

El uso de la variable "reservas brutas totales" rezagado, rompe en teoría cualquier relación teórica entre ambas variables; sin embargo, aunque su inclusión en el caso de Guatemala disminuye la significación de los coeficientes Dursin-Watson, el coeficiente de correlación simple entre ambas variables continua mostrando valores sumamente elevados (0,94). Al mismo tiempo, los resultados globales de la evaluación empírica, con la variable "GRT" rezagada, continúan siendo altamente satisfactorios, aunque la importancia relativa de las variables "desequilibrio monetario" y "rendimientos efectivos diferenciales" se revierten con respecto a los resultados descritos en el punto 6.

9. La variable "desequilibrio monetario ajustado" muestra un alto nivel de significación, tanto en las evaluaciones empíricas de los movimientos de capitales privados como en la correspondiente a los movimientos autónomos totales; este resultado confirma la validez general del modelo, y su particular aplicabilidad para el caso de economías libres de restricciones.
10. Esta fuerte relación existente entre los desequilibrios monetarios y los movimientos de capitales se ve confirmada al relacionar empíricamente los residuos de ambas variables con sus respectivas tendencias; los resultados de tal relación muestran los signos correctos, un alto nivel de significación y un coeficiente de correlación simple del 0,45.
11. En una primera evaluación, resulta un poco sorprendente que los coeficientes de la variable desequilibrio monetario sean más significativos para el caso de capitales autónomos que para el caso de capitales privados. Sin embargo, estos resultados son lógicos en el

caso en que el sector público sea un activo demandante de fondos en los mercados internacionales de capitales; en estas circunstancias, al examinar los flujos privados, el concepto de desequilibrio monetario debería ser, quizás, también ajustado para incluir los ingresos de capitales (no compensatorios, con efectos monetarios) de las autoridades, puesto que una parte del desequilibrio original es cubierta por dichos ingresos de capitales.

12. Los coeficientes de la variable "rendimientos efectivos diferenciales" muestran el signo correcto y son significativos, no variando demasiado al pasar de la definición de capitales autónomos totales a capitales privados. Estos resultados son consistentes con el modelo teórico, puesto que, a pesar de que Guatemala es una economía abierta a los movimientos de capitales, las regulaciones en materia de tasas de interés introducen modificaciones a las premisas del modelo puro.²⁸ En estas circunstancias es de esperar que las diferenciales de rendimientos efectivos desempeñen un importante papel en la explicación de los movimientos de capitales, aunque éste sea menos importante que el de la variable "desequilibrio monetario".
13. La variable "restricciones" no tiene ninguna relevancia en el caso de Guatemala, puesto que es una economía libre de tales restricciones.
14. La variable "cuenta corriente" arroja resultados altamente significativos cuando se la trata por separado, y los coeficientes muestran signos opuestos a los de los movimientos de capitales; este resultado implica que los movimientos de capitales autónomos compensan los desequilibrios en cuenta corriente, asegurando de ese modo el carácter de transferencia de recursos reales de tales movimientos. La estabilidad de la política económica, conjuntamente con un manejo prudente y un nivel adecuado de reservas, permiten que el país mantenga un persistente desequilibrio en cuenta corriente, financiado a través de inlfujos de capitales, sin que la confianza internacional se resienta por ello. Sin embargo, al incluir la cuenta corriente como variable independiente, la variable desequilibrio monetario pierde relevancia, porque resulta imposible separar su efecto directo sobre los movimientos de capital de sus efectos indirectos a través de la cuenta corriente.

²⁸ Aunque escapa a los objetivos de este trabajo, vale la pena destacar que, contra lo que generalmente se afirma, las regulaciones de tasas de interés tienen un importante impacto, incluso en países de las características de Guatemala; la variable que capta sus efectos en la función de demanda de dinero es altamente significativa, y presenta el más alto coeficiente de correlación parcial entre todas las variables que integran dicha función.

15. La significación de los coeficientes se vio en un principio afectada por la presencia simultánea de autocorrelación y multicolinealidad en los resultados de las evaluaciones empíricas. Estos fenómenos, muy comunes en el análisis de series económicas, impiden sostener —con total certidumbre— la exactitud de cada uno de los diversos coeficientes; sin embargo, considerando el elevado nivel de los coeficientes de correlación y el alto grado de significación de cada uno de los coeficientes, era muy difícil que estos problemas invalidaran las conclusiones generales descritas en los párrafos anteriores.

Para resolver el problema de autocorrelación, se reprocesó la información sobre la base de métodos estadísticos especialmente diseñados para resolver este problema; el resultado de este procedimiento fue el elevar el grado de significación de todos los coeficientes, confirmando todas las conclusiones originales y reafirmando la aplicabilidad del modelo al caso de Guatemala.

Los problemas de multicolinealidad presentaron mayores dificultades, dada la falta de un programa que permitiera la corrección de los mismos; en estas circunstancias, el único procedimiento que podía aplicarse, consistía en realizar todas las evaluaciones en primeras diferencias, procedimiento adecuado para resolver los problemas de multicolinealidad pero que por lo general exige relaciones de conducta extremadamente estrechas para producir resultados adecuados. La aplicación de este procedimiento al caso de Guatemala produjo resultados que pueden ser calificados como muy satisfactorios:

$$\begin{aligned} \Delta \text{GCAT} = & -1,16 - 0,318 \Delta \text{GDEM}^* + 155,26 \Delta \text{GRENT} + \\ & (-0,10) \quad (-2,98) \quad (1,50) \\ & + 0,17 \Delta \text{GRT} \\ & (1,59) \end{aligned}$$

$$R^{2*} = 0,58$$

Todos los signos son correctos y el orden relativo de significación de los diversos coeficientes coincide con lo que se deriva del modelo teórico; más aún, la relativa “estabilidad” de los coeficientes al trabajar en primeras diferencias confirma la validez de los resultados del modelo en su versión original.

16. La visión final que dejan estos resultados, tomando una perspectiva de largo plazo, es la de una economía administrada con prudencia, en donde la política crediticia se expande en forma casi permanente a un ritmo inferior a la expansión de la demanda global de dinero por parte de la economía; en consecuencia, las deficiencias de liquidez de la economía se suplen a través de la

emisión proveniente de los incrementos de reservas. Como al mismo tiempo la cuenta corriente muestra resultados persistentemente deficitarios, los ingresos de capitales deben compensar dichos saldos y cubrir las deficiencias de liquidez. El uso del ahorro externo le permitió al país crecer más rápidamente que lo que hubiese sido posible mediante el uso exclusivo del ahorro interno; al mismo tiempo, dicho ahorro interno se encuentra restringido por las regulaciones internas en materia de tasas de interés, lo que obliga a las autoridades a un endeudamiento externo mayor del que sería necesario en caso de contar con una política adecuada de tasas de interés.

17. El error típico de la estimación, a pesar de ser el más reducido logrado hasta el presente en todas las evaluaciones empíricas, es todavía demasiado elevado como para que las funciones estimadas puedan ser de utilidad con fines de predicción.

El cuadro 1 muestra el resumen de las principales regresiones.

b) *Economías con uso frecuente de restricciones: el caso argentino*

La economía argentina muestra una de las experiencias más ricas del continente en lo que se refiere al uso de restricciones y regulaciones, no sólo en los mercados cambiarios, sino también en los mercados financieros, de trabajo, de capitales, etc. Otra característica importante de la economía argentina es la poca estabilidad de sus políticas económicas, las cuales con llamativa frecuencia fluctúan en forma extrema: existen períodos de casi total eliminación de controles (fundamentalmente en materia cambiaria y de precios), y otros en que el uso de controles abarca casi todos los campos de la economía. Estas dos características hacen de la Argentina un caso ideal para verificar empíricamente la validez del modelo, y para comprobar su capacidad explicativa en economías notablemente alejadas de los supuestos del modelo sencillo, y con características sujetas a permanentes variaciones.

Las estimaciones para el caso argentino se realizaron a nivel trimestral sobre la base de cuatro series distintas que reflejan los movimientos autónomos de capitales. La primera de ellas se basa en las cifras del balance de pagos, sin ningún tipo de ajuste; la segunda se construyó mediante el ajuste de dichas cifras sobre la base del rubro "errores y omisiones"; la tercera muestra un nuevo ajuste de las cifras, destinado a tomar en cuenta los flujos privados no registrados, sobre la base de la reconstrucción de series de depósitos en el exterior mediante métodos lineales; la última presenta cifras reajustadas para reflejar movimientos de capitales no registrados, las cuales se basan en cifras de tenencias privadas de activos de liquidez internacional, provenientes de la reconstrucción de series mediante el método de series relacionadas.

Cuadro 1
GUATEMALA: MOVIMIENTOS DE CAPITALS 1958-1976

<i>Variable dependiente</i>	<i>Constante</i>	<i>GDEM</i>	<i>GRENT</i>	<i>GRT</i>	<i>GRT - 1</i>	<i>t</i>	<i>GCC</i>	<i>R²*</i>	<i>DW</i>
Movimientos de Capitales Autónomos Totales	-13,56	-0,387 ^a	93,92	0,231		1,943		0,97	2,33
	(-2,14)	(-4,41)	(1,99)	(5,83)		(2,14)			(ajustado)
	-24,46	0,376	120,41	0,376		1,844	-0,439	0,96	1,99
	(-3,55)	(0,69)	(2,61)	(8,70)		(2,00)	(-3,53)		
	-34,80	-0,135 ^a	182,25		0,516	2,99		0,90	2,39
	(-2,65)	(-0,92)	(2,18)		(4,75)	(1,67)			
Movimientos de Capitales Privados	-11,62	-0,27 ^a	78,79	0,248		1,36			
	(-1,88)	(-3,05)	(1,70)	(6,12)		(1,54)		0,97	2,42
	25,03	0,081	125,52	0,384		1,836	-0,448	0,96	2,06
	(-3,38)	(0,62)	(2,65)	(6,90)		(1,98)	(-3,09)		
	-31,71	-0,190 ^a	165,92		0,467	2,74		0,91	2,33
	(-2,46)	(-1,90)	(2,04)	(-4,09)	(-4,09)	(1,60)			

^aCoefficientes en que la variable GDEM fue ajustada por los saldos en cuenta corriente.

Las principales conclusiones de dichas evaluaciones son las siguientes:

i) *Movimientos de capitales sin ajustar*

Los resultados de las regresiones a nivel trimestral, usando como variable dependiente las cifras de capital no compensatorio tal como se publican en el balance de pagos, arrojan resultados muy pobres, aun cuando se adecúa el modelo para tomar en cuenta las características de la economía argentina.

ii) *Movimientos de capitales ajustados por el rubro "errores y omisiones"*

Ajustando las cifras para tomar en cuenta el rubro "errores" es posible lograr resultados bastante satisfactorios. El mejor resultado para esta definición se obtiene para el concepto de movimientos de capitales privados, ajustado por "errores y omisiones", cuya evaluación se realiza para el período 1968 (segundo trimestre) a 1977 (cuarto trimestre). La mejor especificación proviene de la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \text{ARCA2} = & -123,56 + 91,65 \text{ ARRENT} + 0,147 \text{ ARRT} - \\ & (-2,09) \quad (1,116) \quad (3,95) \\ & - 0,021 \text{ ARDM} - 1012,32 \text{ ARS} + 82,35 \text{ ARREST} - \\ & (-0,92) \quad (-2,34) \quad (1,04) \\ & - 0,208 \text{ ARCC} - 383,88 \text{ ARD1} + 452,54 \text{ ARD2} \\ & (-2,01) \quad (-391) \quad (3,37) \end{aligned}$$

$$R^{*2} = 0,76 \quad D.W = 1,79$$

en donde

ARCA2	=	movimientos autónomos de capital según el balance de pagos, ajustado por "errores y omisiones".
AED1 y AED2	=	variables artificiales destinadas a eliminar dos observaciones atípicas.
ARS	=	rentabilidad de una operación de pase financiero.
ARREST	=	variable representativa del grado de intensidad de uso de restricciones.
ARCC	=	saldo de la cuenta corriente según el balance de pagos.

El resto de las variables tienen el mismo significado que en el caso de Guatemala, excepto que las letras AR, que identifican al país estudiado, reemplazan a la letra G.

De estos resultados podemos extraer las siguientes conclusiones:

I. Todos los coeficientes muestran el signo esperado, con la única excepción de la variable "restricciones". El hecho de que esta variable

arroje un signo positivo significa que mientras más intensas son las restricciones al movimiento de capitales, mayores son las salidas de los mismos y viceversa; es decir, la imposición de restricciones genera efectos totalmente opuestos a los buscados por la medida. Esta conclusión no es sorprendente en sí misma (y en realidad era de esperar, tal como se señaló en la descripción del modelo), pero no podía suponerse de antemano que, con una especificación adecuada del modelo, el signo del coeficiente no tendiera a modificarse para mostrar el efecto puro que la "ilegitimidad" resultante de los controles produce sobre los movimientos de capitales. Una especificación completa del modelo debería permitir aislar los efectos directos de la medida (restricción) de sus efectos indirectos (mercados paralelos, etc.).

2. La principal variable explicativa es el nivel de reservas, lo que no debe sorprender en un país de política económica tan fluctuante; en general, dicho nivel refleja la estabilidad de política, y mide entonces el nivel de riesgo.

3. Sorprende la escasa significación de la variable "rendimientos efectivos diferenciales", pero este resultado puede ser el producto de las regulaciones y de las formas ocultas que toman los movimientos de capitales. Un ajuste más completo de las cifras debería mejorar sensiblemente los resultados.

4. La variable correspondiente a la rentabilidad de las operaciones de pases financieros muestra un alto grado de significación, lo cual es explicable por las espectaculares ganancias involucradas en dichas operaciones; en el supuesto de que todas las operaciones de pases se encuentren registradas, no debe sorprender que esta variable arroje buenos resultados, incluso con cifras sin ajustar. Este es un caso típico de necesidad de adecuación del modelo original a las características y peculiaridades de un país.

5. La variable "desequilibrio monetario" muestra un grado aceptable de significación y los saldos en cuenta corriente muestran un carácter compensatorio de los movimientos de capitales frente a dichos saldos (producto también de la obligación de financiar importaciones, financiamiento necesariamente registrado en el balance de pagos).

iii) *Movimientos privados de capitales ajustados por flujos en las tenencias privadas calculadas sobre la base del método de series relacionadas*

La reconstrucción de la serie de tenencias privadas de activos de liquidez en los mercados financieros internacionales, sobre la base del método de series relacionadas, permite ajustar las cifras oficiales de movimientos de capitales en forma más acabada que la descrita en la sección anterior.²⁹ La mejor especificación sobre la base de estas cifras,

²⁹ El listado de las variables utilizadas para llevar a cabo estas nuevas estimaciones (al igual que las anteriores) se encuentran en el apéndice B.

para el período 1968 (segundo trimestre) a 1977 (cuarto trimestre), se logró mediante la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \text{ARCA 3} = & -110,66 + 161,53 \text{ ARRENT} + 0,124 \text{ ARRT} - \\ & (-2,25) \quad (5,87) \quad (4,53) \\ & - 0,039 \text{ ARDM}^* - 1637,2 \text{ ARS} + 7814 \text{ ARREST} + \\ & (-1,49) \quad (-4,65) \quad (1,18) \\ & + 635,46 \text{ D}_1 + 506,07 \text{ D}_2 \\ & (-7,90) \quad (4,77) \end{aligned}$$

$$R^{*2} = 0,89 \quad \text{D.W} = 2,43$$

en donde

- ARCA 3 = movimientos de capitales autónomos, ajustados por flujos de tenencias privadas, estimados mediante el método de series relacionadas, y por el rubro errores y omisiones.
- ARDM* = desequilibrio monetario ajustado por el saldo de la cuenta corriente.
- ARD1 y ARD2 = variables artificiales usadas para corregir dos observaciones en las que los flujos observados se encuentran claramente fuera de todo tipo de explicación (política o económica) plausible.

Los resultados de esta evaluación son altamente satisfactorios y responden plenamente al modelo planteado, quedando así resueltas algunas de las dudas que se postularon en la sección anterior. Las principales conclusiones son:

1. El coeficiente de la variable representativa de los diferenciales de rendimientos efectivos muestra un alto grado de significación (5,87) el cual se eleva notablemente sobre los resultados obtenidos a base de las cifras oficiales de movimientos de capitales, ajustadas por errores y omisiones. El hecho de que el coeficiente aumente su significación al ajustar las cifras oficiales para tomar en consideración los movimientos de capitales no registrados permite confirmar la importancia de las estructuras de tasas de retorno de los diferentes activos en la generación de los movimientos de capitales, y pone en evidencia la ineffectividad de los controles a los movimientos de capitales como instrumento para contrarrestar los efectos de los incentivos o de las trabas en materia económica; los controles sólo logran transformar las formas que toman los movimientos de capitales, los que se realizan de todas maneras a través de mecanismos tales como la sobrefacturación, la subfacturación, los adelantos y retrasos en transacciones corrientes, etc. Por otro lado, la mejora en el nivel de significación de los coeficientes permite también

comprobar que eran adecuadas las estimaciones de flujos no registrados —base del ajuste de las cifras oficiales— que se realizaron sobre la base de la información disponible en materia de tenencias privadas de activos de liquidez internacional.

2. El grado de significación de la variable “rendimientos efectivos diferenciales” no sólo se eleva por el ajuste de las cifras de movimientos de capitales, sino que también porque mejora la especificación de la función estimativa; esto permite distinguir entre flujos inducidos por medidas especiales (operaciones de “pases”, regulaciones en materia de financiación de importaciones, etc.) y flujos posteriores (normalmente egresos) inducidos por razones de diferencias de rentabilidad entre los activos nacionales y los activos externos (en la regresión simple y directa entre la variable “movimientos de capitales ajustados” y la variable representativa de los diferenciales de rendimiento efectivo, el grado de significación del coeficiente es significativamente menor que el de la presente regresión).

3. La variable representativa del riesgo (nivel de reservas) mantiene un alto nivel de significación (4,53); sin embargo su importancia disminuye ligeramente al ajustarse las cifras de movimientos de capitales y al mejorar la especificación de la función. El uso de esta variable rezagada en un período no afecta en demasía los resultados de la regresión; solamente disminuye ligeramente el grado de significación de la variable reservas, al mismo tiempo que eleva ligeramente los de las variables que miden el efecto de los rendimientos efectivos y las operaciones de pases. El test de multicolinealidad también mejora levemente.

4. La variable “desequilibrio monetario” mantiene una importancia relativa en la explicación de los movimientos de capitales, pero ésta se ve muy disminuida al compararla con el efecto de las distorsiones resultantes de otras medidas de política económica. En ningún momento esta variable alcanza el poder explicativo de que goza en economías abiertas, libres de restricciones.

5. El efecto de la política de pases descrita en la sección anterior queda aún más claramente identificado al ajustar las cifras para tomar en consideración los movimientos no registrados, elevando el grado de significación de dicha variable (−4,65). Este hecho, conjuntamente con la mejora en el poder explicativo de la variable que representa los rendimientos efectivos, constituyen pruebas evidentes de la ineficiencia de dicha política de pases, puesto que los ingresos generados por los subsidios dan paso casi inmediatamente a salidas de capitales por canales no institucionales; el primer efecto está captado por la variable ARS, el segundo por la variable ARRENT.

6. El coeficiente de la variable representativa del nivel de restricciones en la economía, a pesar de no ser significativo al nivel del 5%,

muestra consistentemente un signo (positivo) que confirma inequívocamente lo contraproducente de dichas medidas; más aún, a pesar de que el coeficiente de esta variable cae considerablemente al mejorar la especificación de la función (lo que es de esperar, puesto que los efectos perniciosos de las restricciones son captados por otras variables) en ningún momento modifica su signo (lo que de producirse implicaría que la medida habría logrado al menos algunos de sus objetivos, aunque en lo global sería de todos modos contraproducente). El efecto global y acumulado de la medida se cuantifica mejor a través de la regresión simple entre la variable independiente y la variable "restricciones", la que muestra un coeficiente de 379,90 con un nivel de significación sumamente elevado (como lo muestra un coeficiente "t" de 3,65). Esta relación señala el efecto total del uso de restricciones, y es clara muestra de su efecto negativo.

7. La variable "cuenta corriente" no mostró resultados de significación al tratarla como variable independiente en la evaluación empírica sobre la base de datos ajustados. Sin embargo, este resultado debe ser evaluado con sumo cuidado, puesto que la pérdida de significación se produjo al incorporar las variables artificiales para eliminar las dos observaciones atípicas; es posible que una nueva versión más detallada de las cifras del balance de pagos permita encontrar una explicación económica para dichas observaciones atípicas, en cuyo caso sería conveniente intentar nuevamente acordar un tratamiento independiente a esta variable. Por otro lado, en la evaluación con cifras sin ajustar, esta variable resultó significativa a pesar del uso de dichas variables de simulación.

8. Los intentos de identificar elementos de estacionalidad en los flujos de capitales no permitieron verificar la presencia de un patrón significativo.

Por último, los mismos cálculos descritos en los párrafos anteriores fueron repetidos deflactando aquellas variables susceptibles de incluir un elemento de distorsión derivado de la inflación internacional; en general, los resultados no sufren demasiadas modificaciones en lo relativo al grado de significación de las diferentes variables, aunque sí, por supuesto, en la magnitud de los coeficientes.

iv) Movimientos autónomos de capitales, ajustados por flujos no registrados estimados mediante métodos lineales

La incertidumbre con respecto a las cifras de flujos no registrados de capitales derivadas de la información disponible de tenencias privadas de activos de liquidez internacional, estimados mediante el método de series relacionadas, aconseja efectuar la misma evaluación de la sección anterior, pero sobre la base de cifras de movimientos de capitales ajustados por los flujos no registrados, estimados por algún método alternativo. En esta sección se presentan las principales conclusiones de

la evaluación realizada sobre la base de cifras ajustadas por estimaciones de flujos no registrados provenientes del uso de extrapolaciones lineales de "residuos no informados" para estimar datos no conocidos. La mejor especificación de los movimientos de capitales, a base de estas cifras, se logra mediante la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned}
 \text{ARCA 4} = & - 51,07 + 195,98 \text{ ARRENT} + 0,118 \text{ ARRT} - \\
 & (-0,66) \quad (4,95) \quad (2,52) \\
 & - 0,0326 \text{ ARDM}^* - 2424,91 \text{ ARS} + 34,64 \text{ ARREST} + \\
 & (-1,57) \quad (-2,77) \quad (0,31) \\
 & + 0,025 \text{ ARCC 4} \\
 & (0,19)
 \end{aligned}$$

$$R^{*2} = 0,70 \qquad D.W = 2,05$$

en donde

ARCA 4 = movimientos autónomos de capitales ajustados para incorporar el rubro "errores y omisiones" y para incorporar los flujos no registrados provenientes de la estimación de tenencias privadas de activos de liquidez internacional a base de extrapolaciones lineales.

ARCC 4 = saldos de la cuenta corriente ajustados en forma simétrica con la variable anterior.

Esta estimación se realizó para el período comprendido entre 1970 (primer trimestre) y 1976 (tercer trimestre) y en ella no se efectuó el ajuste por observaciones atípicas, porque ninguna de ellas se encontraba incluida en el período de análisis.

Este resultado confirma todas las conclusiones de la sección anterior, por lo que es poco lo que se puede agregar.

c) *El caso brasileño: principales conclusiones*

La evaluación empírica de la experiencia brasileña en lo relativo a los movimientos internacionales de capitales se realizó, en las primeras etapas de este trabajo, sobre la base de información por años. Los resultados de esta evaluación son por lo general satisfactorios en lo que se refiere a coeficientes de determinación (cercaos al 97%), pero no pueden ser considerados totalmente satisfactorios ni en lo referente al error de predicción (elevado pero no superior al de Argentina) ni en lo referente a la aplicabilidad del modelo base del presente estudio.

Una de las dificultades en la especificación del modelo se deriva de la falta de datos para la cuantificación de algunas de las variables fundamentales. En particular, resultó imposible encontrar información

completa en lo relativo a tasas de interés, demanda de dinero y regulaciones en materia de "pases" financieros. Estas variables aparentemente deberían desempeñar un papel fundamental en la especificación del modelo en el caso del Brasil que, como Argentina, ha hecho uso intenso de controles y regulaciones.

Las mejores especificaciones para las diferentes definiciones de movimientos de capitales pueden resumirse del siguiente modo:

Las principales conclusiones que se desprenden de estos resultados son las siguientes:

1. El modelo muestra resultados satisfactorios para todas las definiciones alternativas de movimientos de capitales; sin embargo, el ajuste de las cifras originales del balance de pagos para tomar en cuenta los movimientos no registrados no mejora sustancialmente los resultados. Una posible explicación de esta falta de mejoría podría derivarse del hecho de que los ajustes se hicieron exclusivamente sobre la base de las tenencias privadas en los mercados de EE.UU.; sin embargo, en una evaluación a base de observaciones anuales que comprenden el período 1958-1973, período en que el mercado de capitales de los EE.UU. alcanzó una importancia preponderante, este factor no puede ser tan significativo.

2. Casi todas las variables explicativas incluidas en este resumen muestran los signos esperados, y un nivel de significación consistente con los resultados para la Argentina, con la excepción de la variable representativa de la rentabilidad de los diferentes activos: esta variable no sólo muestra un escaso nivel de significación sino que hasta muestra el signo inverso. Parece muy poco probable que este resultado refleje el verdadero comportamiento de los agentes económicos del Brasil, por lo que la explicación de esta anomalía debe provenir de la especificación poco completa del modelo y probablemente de la poca información disponible en materia de tasas de interés. Esta conclusión parece corroborada por la experiencia acumulada en la evaluación empírica para Argentina. En efecto, los primeros resultados de la evaluación empírica para el caso argentino también mostraron resultados opuestos a los esperados para la variable "diferenciales de rendimientos efectivos"; sin embargo al avanzar la especificación del modelo, esta variable se convirtió en la principal variable explicativa. Las razones para esta situación pueden resumirse del siguiente modo: al no contar con una buena estimación de demanda de dinero, es imposible definir correctamente la variable "desequilibrio monetario", con lo que los efectos del comportamiento de esta variable se distribuirían entre las restantes.

Por otro lado, es sabido que el Brasil empleó una política de pases similar a la descrita en el caso argentino, sin que haya sido posible obtener la información pertinente para incluirla en la evaluación empírica, como se hizo en el caso argentino. La inclusión de esta variable

Cuadro 2

BRASIL: MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES, 1958-1973
(Observaciones anuales)

	<i>Constante</i>	<i>Rentabi- lidad</i>	<i>Nivel de restric- ciones</i>	<i>Reservas</i>	<i>Cta. Cte. + flujo</i>	<i>PIB</i>	<i>R²</i>	<i>RW</i>
Capital Total + errores y omisiones - flujos	-220,721 (-1,28)	-3,756 (-0,02)	271,196 (1,10)	0,3047 (7,60)	-0,5215 (-1,5)		0,97	2,08
Capital privado - flujo	-250,78 (-1,33)	-49,321 (-0,22)	376,51 (1,24)	0,3221 (7,93)	-0,4623 (-3,96)		0,97	2,03
Capital privado + errores y omisiones - flujo	-540,95 (-1,73)	-114,61 (-0,50)	233,53 (0,78)	0,2774 (4,74)	-0,401 (-3,16)	0,0132 (1,16)	0,97	2,24

debe influir en forma decisiva sobre los coeficientes de la variable rentabilidad, puesto que separa claramente los flujos inducidos por el subsidio implícito en la política de países de las salidas de capitales inducidas por la baja rentabilidad de los activos nacionales.

3. La variable restricciones muestra también en el caso del Brasil, como anteriormente en el de la Argentina, un signo incorrecto, que pone de manifiesto la ineficiencia de los controles en la regulación de las salidas de capitales y sus efectos indirectos de carácter negativo.

4. La variable más explicativa, en esta evaluación fue el nivel de reservas. Los resultados no se modificaron al usar esta variable con un desfase de uno o dos periodos.

5. La incorporación de la cuenta "errores y omisiones" al concepto de flujos de capitales autónomos tiende a empeorar los resultados. Esto es un poco sorprendente, y puede tener origen en la especificación incompleta del modelo.

6. Las evaluaciones relacionadas con los movimientos privados de capitales también muestran buenos resultados en lo que a coeficientes de determinación y error típico de la estimación se refiere; sin embargo, se mantienen los problemas mencionados anteriormente.

7. En el caso particular de Brasil, se incorporó una nueva variable —el PIB— para tratar de reflejar la rentabilidad de las inversiones directas; los resultados muestran el signo correcto pero el coeficiente "t" no es significativo a un nivel del 5%. Sin embargo, el ajuste de la cuenta corriente para excluir las inversiones directas mejora sustancialmente los resultados al elevarse su significación.

8. La falta de una buena función de demanda de dinero impidió la cuantificación de la variable desequilibrio monetario, por lo que la misma no se incluye en la evaluación empírica.

En resumen, aunque los resultados —en general— muestran altos coeficientes de determinación, no pueden ser considerados como totalmente satisfactorios para los objetivos del presente trabajo. Es evidente que esta parte del trabajo requiere una profundización, que no fue posible en esta etapa, dadas las dificultades en la obtención de datos básicos. Sin embargo, la experiencia adquirida en la evaluación de la situación argentina permite ser muy optimista con respecto a las posibilidades de lograr una mejor especificación del modelo para el caso brasileño, una vez cuantificadas correctamente variables de la importancia de "rentabilidad", "desequilibrio monetario" y "países". Esta tarea de cuantificación debería ser prioritaria en cualquier revisión del presente estudio.

d) *El caso chileno: principales conclusiones*

En el caso chileno, como en el brasileño, la evaluación se realizó sobre la base de datos anuales para capitales privados. También en este

caso hubo dificultades para obtener información básica imprescindible para tomar en consideración las peculiaridades de una economía como la chilena, plena de experiencias en el uso de restricciones y regulaciones.

A diferencia del caso argentino, y parcialmente el brasileño, los resultados no pueden considerarse satisfactorios; esta conclusión proviene de los factores que se indican a continuación.

Si bien los resultados de las regresiones a base de datos anuales, sin ajuste, muestran coeficientes de determinación elevados (0,90), los signos de algunos coeficientes y el nivel de significación de otros no parecen razonables a la luz de la teoría económica en general y del modelo base de este trabajo en particular. Un ejemplo de estos factores se deriva de la siguiente relación:

$$\begin{aligned} \text{CHCA1} = & 356,52 - 41,364 \text{ CHRENT} + 839,84 \text{ CHREST} - \\ & (1,82) \quad (-9,41) \quad (3,23) \\ & - 0,222 \text{ CHRT} + 0,3842 \text{ CHCC} \\ & (0,81) \quad (1,50) \\ R^{*2} = & 0,90 \quad D.W. = 1,92 \end{aligned}$$

En esta relación, la variable correspondiente a "diferencias de rendimientos efectivos" (CHRENT) es altamente significativa, pero con un signo opuesto al esperado; la variable reservas (CHRT) no muestra un coeficiente significativo; la variable "cuenta corriente" (CHCC) muestra también un signo opuesto al que se obtuvo para otros países, lo que indicaría que los movimientos de capitales están actuando como amplificadores de los desequilibrios en cuenta corriente.

La única variable que muestra resultados consistentes con el modelo es la variable "restricciones", que arroja un coeficiente altamente significativo, y contrario a los objetivos de las mismas restricciones, lo que demuestra la influencia negativa de estas últimas.

Es evidente que los resultados anteriores sólo pueden derivarse de la mala especificación del modelo, producto a su vez de las dificultades en la obtención de la información. Parece imposible que agentes económicos que en otros estudios han demostrado actuar con gran racionalidad económica se comporten en forma tan irracional al incluir activos financieros externos entre las alternativas de inversión.

Esta conclusión se fortalece al realizar la evaluación sobre la base de cifras ajustadas por las tenencias privadas de activos de liquidez internacional en los mercados de Estados Unidos y por las cifras correspondientes al rubro "errores y omisiones". Dichos ajustes disminuyen sensiblemente el poder explicativo del modelo ($R^2 = 0,375$), pero al mismo tiempo corrigen los coeficientes en la dirección esperada,

aunque la corrección no es suficiente como para revertir las conclusiones del párrafo anterior. La mejor especificación está dada por la ecuación:

$$\begin{aligned} \text{CHCA } 5 = & - 45,537 - 1,4726 \text{ CHRENT} + 237,57 \text{ CHREST} + \\ & (-0,30) \quad (-0,50) \quad (1,17) \\ & + 0,2544 \text{ CHRT} - 0,3709 \text{ CHCC} \\ & (1,18) \quad (1,87) \\ R^{*2} = & 0,375 \quad D.W = 2,59 \end{aligned}$$

En este caso, la variable representativa del concepto de rentabilidad continúa mostrando un signo opuesto al esperado, pero con un coeficiente no significativo; la variable representativa del riesgo (reservas), muestra una mejora en el coeficiente "t", pero sin llegar a ser significativo.

Estos resultados, sin ser satisfactorios, muestran que es posible esperar una especificación adecuada de las relaciones de conducta una vez efectuado el ajuste completo de las cifras, es decir, cuando se hayan tomado en cuenta los depósitos de particulares en otros mercados, y sobre todo cuando se hayan incluido las variables que reflejen adecuadamente los desequilibrios monetarios, los tratamientos especiales a los movimientos de capitales y los diferenciales de rendimientos efectivos. Esta tarea también debe ser parte prioritaria en cualquier revisión de este trabajo en el futuro.

III. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El presente estudio tiene como objetivo la evaluación de los movimientos internacionales de capitales desde y hacia Latinoamérica —tanto al nivel teórico como al nivel de verificación empírica— con el propósito de identificar aquellas variables de política económica que influyen sobre dichos movimientos. Se propone finalmente alcanzar conclusiones de política económica que permitan a los países de la región, un mejor manejo de las variables relacionadas con el sector externo.

En este sentido, este estudio se integra con otros estudios, parte del mismo proyecto bajo el patrocinio conjunto del PNUD y de la CEPAL, que se centran en la evaluación del comportamiento de la cuenta corriente, y los problemas de deuda externa de la región.

El estudio centra su análisis en la evaluación del comportamiento de los movimientos de capitales autónomos (o no compensatorios) por ser estos los más volátiles y los que escapan con mayor frecuencia al

control directo de las autoridades económicas. A pesar de que los movimientos autónomos son cuantitativamente los más importantes para la región, se sabe poco acerca de ellos, y los estudios realizados al respecto se centran preferentemente en aspectos institucionales.

El modelo en que se basa la evaluación —teórica y empírica— que forma parte de este trabajo proviene de los adelantos teóricos recientes en la materia, los que se derivan de los modelos de asignación de cartera en condiciones de riesgo y del llamado enfoque monetario del balance de pagos. Sin embargo, estos modelos simples no bastan para reflejar la compleja experiencia económica de los países de la región, por lo que fue necesario modificarlos para incorporar variables que den cuenta de las peculiaridades de los diferentes países.

Uno de los mayores problemas de la evaluación empírica realizada en este trabajo consiste en que, en muchos países, los datos oficiales en materia de movimientos de capitales no reflejan adecuadamente tales flujos. Esto sucede porque frente a la implantación de sistemas cambiarios que regulan y tratan de impedir las entradas y salidas de capitales, los agentes económicos buscan formas y canales alternativos, y generalmente cumplen sus propósitos por esos medios. Los flujos no registrados de capitales pueden llegar a modificar totalmente las cifras oficiales y hacen por lo tanto inútil la evaluación empírica sobre la base de dichas cifras.

Es frecuente que los movimientos de capitales no registrados se materialicen mediante operaciones ficticias en rubros que integran la cuenta corriente. El uso generalizado de procedimientos de subfacturación de exportaciones y de sobrefacturación de importaciones tiende a indicar también que las propias cifras oficiales de cuenta corriente tampoco resultan fidedignas para los fines de la evaluación empírica de los movimientos de capitales o de la cuenta corriente.

Una forma de estimar los movimientos de capitales no registrados es a través de la evaluación de las tenencias privadas de activos de liquidez internacional, cuyas variaciones, en momentos de restricciones cambiarias, pueden ser consideradas como reflejos de tales movimientos no registrados.

No existe información completa en lo relativo a las tenencias del sector privado de activos de liquidez internacional, pero —afortunadamente— crece día a día la disponibilidad de información en lo relativo a depósitos de no residentes en los diversos mercados financieros internacionales. Sobre la base de las cifras existentes fue posible estimar los datos que no estaban disponibles y construir series de flujos no registrados. Estas estimaciones, conjuntamente con una descripción de los procedimientos estadísticos utilizados para dicho fin, están incluidas en el apéndice A.

Las mejoras que se logran en los resultados empíricos al ajustar las cifras oficiales por dichas estimaciones de flujos no registrados tienden a confirmar la validez de los mecanismos utilizados en la reconstrucción de las mencionadas series y permiten considerar que las mismas reflejan, con algún grado de verosimilitud, la magnitud y dirección de los movimientos de capitales no registrados.

Los resultados que se obtuvieron para el caso de Guatemala y de la Argentina son sumamente satisfactorios y muestran la validez explicativa global del modelo; sin embargo, los resultados y en particular los coeficientes resultantes de las diversas regresiones deben ser utilizados con sumo cuidado, puesto que no se cuenta con la certeza de la validez de los datos. Además, cabe recalcar que los resultados no pueden ser utilizados en su forma actual con fines de predicción, por cuanto subsiste un alto nivel de error típico en la estimación.

De todos modos, los resultados son lo suficientemente significativos como para que de ellos se desprendan algunas conclusiones globales de política económica que resultan esenciales para el buen manejo del sector externo. Estas son las siguientes:

a) El buen funcionamiento de los mercados cambiarios y de capital es fundamental para el manejo eficiente del sector externo y para el control de los movimientos de capitales en la dirección deseada.

b) La política monetaria y crediticia es de suma importancia en el manejo del sector externo. Una creación de crédito de origen interno por sobre la demanda incremental de dinero repercutirá en forma negativa en el balance de pagos a través de sus efectos sobre los movimientos de capitales y sobre la cuenta corriente. Sin embargo, dicho desequilibrio monetario tenderá por lo general a canalizarse más rápidamente a través de los mercados de capitales (mediante la compra de divisas y la tasa de interés del país en cuestión) que a través de la cuenta corriente. En países de economía abierta y tipo de cambio fijo, esta variable fue la más significativa en la explicación de los movimientos de capital.

c) La elasticidad de respuesta de los flujos de capitales ante cambios en los rendimientos efectivos diferenciales entre activos nacionales y activos externos parece ser muy elevada, por lo que se pueden obtener resultados significativos con modificaciones moderadas en esta variable. Simétricamente, cualquier regulación que tienda a deprimir las tasas de retorno de los activos nacionales tenderá a afectar muy fuertemente al sector externo. Un breve examen de las políticas financieras de los países de la región tiende a indicar que estas políticas, junto con los desequilibrios monetarios, representan, quizás, las principales causas de los problemas de sector externo enfrentados por los países de la región durante el período analizado.

Por otro lado, el hecho de que la elasticidad de esta variable sea elevada no debe llevar a la conclusión de que los problemas del sector externo son de fácil solución mediante el uso de subsidios a los ingresos de capitales, particularmente si dichos subsidios coexisten con políticas monetarias inconsistentes y con controles a los movimientos de capitales, con los consiguientes mercados paralelos. La experiencia argentina en el uso de tales subsidios deja una gran enseñanza. Estos lograron efectivamente atraer a los capitales externos; sin embargo, al aplicarse en un momento en que existía una liquidez excesiva y posibilidades de enormes ganancias en operaciones no registradas de capitales, los efectos netos globales de la medida fueron negativos. Las autoridades quedaron así sin las divisas y con pérdidas financieras netas derivadas de los subsidios.

d) En aquellos casos en que se desea controlar los movimientos de capitales, ya sea para incentivar su ingreso o impedir su salida, es preferible que tal control no sea directo, sino que se efectúe mediante el uso de incentivos y trabas (como tasas de interés o altos retornos al capital) o de instrumentos de política económica global (como las políticas crediticias y cambiarias). Al ser el dinero una mercadería de difícil control, los controles directos no logran los objetivos deseados y, por el contrario, tienden a generar resultados totalmente opuestos a los buscados. Si bien el control directo puede tener algún poder disuasivo (derivado del carácter de ilegitimidad de los movimientos no registrados), su uso implica la formación inmediata de mercados marginales con la consiguiente generación de incentivos para obtener divisas "baratas" al precio oficial, provocando de ese modo una salida de capitales superior a la que se desea evitar; los resultados de la evaluación empírica son concluyentes en este respecto. Además, el uso de restricción endurece la actitud de los mercados de capitales para con el país que los aplica.

e) Por último, el buen manejo del sector externo exige mantener adecuados niveles de reservas internacionales, de saldo de la cuenta corriente y de la deuda externa. En este sentido, es importante tomar en cuenta los métodos de análisis del sector externo que utilizan las entidades que forman parte de los mercados internacionales de capitales, en particular en lo que respecta a sus repercusiones sobre los flujos de capitales. Es evidente que la banca internacional mira con buenos ojos el otorgamiento de créditos a países con una sólida posición de reservas y de cuenta corriente, y hasta ejerce presiones con ese objeto. Sin embargo, en tales circunstancias, ¿qué sentido tiene el recibir entradas de capitales que no se traducirían en una transferencia de recursos reales y sólo tenderían a incrementar un nivel ya elevado de reservas? En circunstancias como las descritas, el país en cuestión terminaría pagando intereses (la diferencia entre el costo del préstamo y

el retorno de la colocación de las reservas) por la mera creación de dinero interno.

En este sentido, una política prudente de administración de reservas y de endeudamiento, que se complemente con los otros aspectos del buen manejo del sector externo mencionados en los puntos anteriores, sería una política destinada a lograr una afluencia de capitales que permita financiar un desequilibrio moderado en cuenta corriente y un crecimiento, también moderado pero en lo posible continuo, de las reservas internacionales. Esta política debería ser suficiente para lograr un crecimiento más acelerado de la economía —con el concurso del ahorro externo— y para el mantenimiento de una sólida posición del sector externo.

Un buen nivel de reservas permitiría también hacer frente a las oscilaciones cíclicas que presentan las cuentas corrientes de los países de la región, evitando que éstas den lugar a movimientos especulativos de capitales. Por último, un alto nivel de reservas es beneficioso cuando la tasa de retorno marginal al capital, en el país, es mayor que la tasa internacional de interés; en caso contrario, un alto nivel de reservas puede llegar a tener efectos negativos.

Estas conclusiones se desprenden no solamente del análisis teórico, sino también de los resultados de la evaluación empírica de los flujos de capitales para varios países de la región, en particular Guatemala y Argentina; las mismas conclusiones generales surgen una y otra vez de las evaluaciones a nivel de cada país, a pesar de las diferencias que existen entre las diversas experiencias económicas recientes de cada uno, lo que puede ser considerado como una verificación de la validez de dichas conclusiones, a pesar de las circunstancias cambiantes y de la vigencia de regímenes económicos diferentes. Este trabajo sólo debe ser considerado como una etapa en la enorme tarea de evaluación de los movimientos de capitales; sería necesario ampliarlo para abarcar otras experiencias y otras economías, y al mismo tiempo, deberían continuarse los esfuerzos destinados a lograr una mejor especificación para los países aquí incluidos, especialmente en los casos de Brasil y de Chile.

APENDICE A

METODOLOGIA PARA LA RECONSTRUCCION DE SERIES TRIMESTRALES DE TENENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL SOBRE LA BASE DE INFORMACION PARCIAL

La evaluación empírica de las diversas hipótesis planteadas en torno a las causales de los movimientos internacionales de capitales se ve dificultada por la falta de disponibilidad de cifras oficiales acerca de tales movimientos.

Tal como se señaló en diversas oportunidades en el texto principal del presente trabajo, es frecuente que las autoridades económicas que afrontan dificultades de balance de pagos recurran al uso de restricciones cambiarias con el fin de impedir, o dificultar, las salidas de capitales y la acumulación de activos externos por parte de residentes (acumulación frecuentemente incentivada no solamente por las dificultades de pagos sino principalmente por la falta de rentabilidad de los activos nacionales, debido a regulaciones inadecuadas). En estas circunstancias, los agentes económicos hacen uso de las filtraciones en los sistemas de control para satisfacer sus necesidades de activos externos; siendo esas filtraciones relativamente sencillas, y por lo tanto más frecuentes, a través de los diversos rubros de la cuenta corriente, dichos movimientos de capitales no son registrados como tales sino que figuran como transacciones corrientes.

El único modo de tener una idea aproximada de la magnitud de esos flujos no registrados es detectándolos a través de las variaciones que se produzcan en las tenencias privadas de activos de liquidez internacional; lamentablemente, dichas tenencias no son detectables en su totalidad, puesto que algunos de los activos, tales como tenencias de billetes y monedas extranjeras, no son de fácil registro, mientras que otros activos más fácilmente identificables —tales como los depósitos en bancos y otras entidades financieras— sólo recientemente han sido objeto de un registro sistemático.

A pesar de que la información disponible es parcial, vale la pena intentar sistematizarla con el fin de corregir las cifras oficiales de flujos de capitales. No hacerlo sería equivalente a afirmar que el monto de dichos flujos no registrados es equivalente a cero, lo que claramente no es correcto, y el error inducido en la evaluación sería de todos modos superior al que se comete al realizar correcciones sobre la base de los datos parciales disponibles.

La única información relativamente completa que se posee hasta el presente sobre tenencias de activos de liquidez internacional por

parte de los agentes económicos —privados y oficiales— en mercados externos es la que proviene del Boletín del Banco Internacional de Pagos de Basilea, el cual publica —a partir del cuarto trimestre de 1975— una información bastante detallada de los depósitos de no residentes en los bancos y otras entidades financieras de los Estados Unidos, el Reino Unido, los otros siete países que conforman el mercado de euromonedas, y los mercados transfronterizos (Bahamas, Caimán, Panamá, Bermudas, Singapur, Hong Kong, etc.). Estos datos se publican con una frecuencia trimestral, clasificados de acuerdo con la nacionalidad de los depositantes.

Con anterioridad a dicha fecha, sólo existe información completa de los depósitos de no residentes en bancos y otras entidades financieras, de los Estados Unidos, información que comprende un período lo suficientemente prolongado como para permitir su evaluación empírica. Esta información es publicada mensualmente en el Boletín de la Reserva Federal.

Para el euromercado se dispone de información detallada, por países y a nivel trimestral, de los depósitos de no residentes en bancos del Reino Unido a partir del cuarto trimestre de 1972, así como de datos con periodicidad anual, para los mismos depósitos, a partir de 1971. Para el resto de los mercados europeos y para los mercados transfronterizos, además de la información detallada mencionada anteriormente, sólo existen datos de comportamiento global, con una clasificación de los depositantes en grandes regiones geográficas que no permiten la identificación de sus nacionalidades. Esta última información se encuentra disponible en un completísimo estudio, publicado a principios de 1975, preparado por el Banco Internacional de Pagos de Basilea, que incluye series descriptivas del comportamiento de cada uno de estos mercados, trimestre por trimestre, a partir de 1964.

A pesar de que es lamentable que no exista información completa sobre las tenencias de activos externos por parte de no residentes, la información disponible es particularmente útil por los siguientes motivos: *i)* hasta mediados del decenio de 1960, el mercado financiero de los Estados Unidos era el destino principal de los fondos de no residentes, representando aun en 1968 más del 40% del total global de dichos depósitos de no residentes; *ii)* esta característica era mucho más notoria en el caso de los depósitos de residentes en América Latina, los que se orientaban preferentemente a dicho mercado (en 1968 los depósitos de residentes latinoamericanos representaban el 70% de los depósitos de no residentes en los Estados Unidos); *iii)* dentro del rápido crecimiento de mercados de euromonedas, el Reino Unido fue hasta fines del decenio de 1960 el principal mercado de expansión; *iv)* el desarrollo de los mercados transfronterizos es cronológicamente la última etapa en la tendencia a la internacionalización de los mercados financieros, y sólo

muy recientemente se han constituido en mercados receptores de los depósitos de los residentes de América Latina.

Por todos estos motivos, puede decirse que la información disponible representa la mayor parte de los flujos de capitales (no registrados) identificables; por lo tanto, para completar la información necesaria solo haría falta reconstruir el resto de la información, mediante procedimientos estadísticos, sobre la base de los datos disponibles. En el presente apéndice se describen tres metodologías para reconstruir series trimestrales —homogéneas— de tenencias privadas de activos de liquidez internacional que se aplicaron al caso argentino. El cuadro 1 muestra la totalidad de los datos disponibles para el caso argentino, y los espacios en blanco representan los datos que deben ser estimados a partir de los datos disponibles.

1. Método de los residuos lineales no informados

Este procedimiento —relativamente sencillo— parte de supuestos parcialmente arbitrarios pero derivados de información del comportamiento de los propios mercados; en esencia se requieren tres etapas para completar los datos que faltan en las series de depósitos de argentinos en los mercados del Reino Unido y en el resto de los mercados internacionales, excluyendo el mercado de Estados Unidos. Dichas etapas son las que se señalan a continuación.

a) *Depósitos en bancos del Reino Unido*

Para completar los datos de depósitos de argentinos en bancos del Reino Unido, es necesario, en primer lugar, interpolar los datos que faltan entre el primer trimestre de 1972 y el tercer trimestre de 1973, sobre la base de los datos disponibles para fines de 1971, 1972 y 1973; el más simple de los métodos es el de la interpolación lineal mediante la siguiente ecuación:

$$Y_t = Y_1 + \frac{1}{4} (Y_2 - Y_1) X$$

donde $X = 0, 1, 2, 3$.

Para completar los datos previos al cuarto trimestre de 1971, el método más sencillo es el de extrapolar los datos que faltan mediante el cálculo de una tendencia lineal de dichos datos. El cálculo realizado para el período 1970 (primer trimestre) a 1971 (tercer trimestre), se basó en la tendencia calculada:

$$Y_t = 229,168 + 17,29336 T \quad R_c = 0,95 \quad \text{E.T.E.} = 4\%$$

Esta estimación está sesgada por el escaso número de observaciones sobre cuya base se realizó el cálculo de la tendencia, y por el hecho

Cuadro 1

**ARGENTINA: TENENCIAS TOTALES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS
DE LOS ESTADOS UNIDOS, DEL REINO UNIDO Y DE
LUGARES TRANSFRONTERIZOS**

(En millones de dólares)

<i>Período</i> <i>Año</i>	<i>Mercado</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Reino Unido</i>	<i>Otros mercados</i>
	<i>Trimestre</i>			
1968	I	719		
	II	719		
	III	736		
	IV	768		
1969	I	785		
	II	715		
	III	581		
	IV	489		
1970	I	486		
	II	575		
	III	568		
	IV	563		
1971	I	549		
	II	477		
	III	453		
	IV	461	227	
1972	I	532		
	II	477		
	III	539		
	IV	660	289	
1973	I	726		
	II	751		
	III	913		
	IV	962	397	
1974	I	1 030	378	
	II	1 397	399	
	III	1 133	410	
	IV	922	423	
1975	I	853	416	
	II	1 024	391	
	III	1 017	366	
	IV	1 183	378	920
1976	I	1 210	377	947
	II	1 443	373	963
	III	1 485	410	861
	IV	1 582	529	1 586
1977	I	1 932	437	1 349
	II	1 749	423	1 907
	III	2 237	587	2 433
	IV	1 508	800	2 710

Fuente: Boletines del Banco Internacional de Pagos (Basilea).

de que algunas de dichas observaciones son a su vez producto de una estimación lineal. Por otro lado, los resultados que se obtienen por este procedimiento parecen razonables a la luz de la experiencia; al mismo tiempo este procedimiento asegura que los resultados favorables que puedan obtenerse de la evaluación empírica (objetivo final de todo el ejercicio) no son debidos a defectos en el método estadístico.

b) *Depósitos en los restantes mercados financieros*

La reconstrucción de las series de depósitos de argentinos en los restantes mercados financieros plantea mayores dificultades. En esta primera etapa de la investigación se utilizó un procedimiento sencillo, basado en el "porcentaje de residuo no informado". En primer lugar se estimó, para los períodos en que hay información, cual es, sobre el total de los depósitos de argentinos en el exterior, el porcentaje que se destinó a estos mercados; luego, sobre la base de la información disponible para América Latina en conjunto, se estimó la misma relación para el primer trimestre de 1970, y se procedió a interpolar los datos que faltaban mediante un procedimiento lineal; luego se estimaron las cifras de los depósitos totales en todos los mercados externos, mediante la siguiente expresión:

$$\Sigma t + a. \text{ Total BIS} = \text{Total BIS}$$

sacando factor común resulta

$$\text{Total BIS} = \frac{\Sigma t}{1 - a}$$

donde a = "porcentaje residuo lineal no informado" estimado en forma lineal anteriormente, y Σt = suma depósitos en los mercados de Estados Unidos y Reino Unido.

Por último, se procedió a comparar los resultados con la información disponible para América Latina, con el fin de determinar si son o no razonables.

El cuadro 2 muestra el resultado de dichas estimaciones y un cálculo de las tenencias privadas que resulta de la deducción de las tenencias oficiales de activos externos de los depósitos totales de no residentes.

2. Métodos no lineales autorregresivos

El procedimiento es similar al anterior, excepto que las extrapolaciones no se realizan en forma lineal, sino mediante métodos autorregresivos. Como los resultados de este procedimiento tendían a arrojar errores superiores a los del método indicado anteriormente, se prefirió no usarlos en la evaluación de los movimientos de capitales.

Cuadro 2
ESTIMACIONES DE LAS TENENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS DE
RESIDENTES EN ARGENTINA, EN ESTADOS UNIDOS Y EN EL
REINO UNIDO, SEGUN METODO LINEAL
(Millones de dólares)

Año	Tri- mes- tre	Estados Unidos ^a (1)	Reino Unido ^b (2)	Total (1 + 2)	Porcen- taje residuo lineal ^c	BIS lineal ^d	Total de tenen- cias de activos externos de Ar- gentina ^e	Tenen- cias pri- vadas de ac- tivos exter- nos ^f
1970	I	450	108.11 ^g	558.11 ^g	0.1657 ^g	668.96	302	367
	II	535	125.41 ^g	660.4 ^g	0.1741 ^g	799.54	400	400
	III	533	142.70 ^g	675.7 ^g	0.1824 ^g	826.44	399	427
	IV	539	160.0 ^g	699.9 ^g	0.1907 ^g	864.82	343	522
1971	I	535	177.29 ^g	712.29 ^g	0.199 ^g	889.25	427	643
	II	460	194.58 ^g	654.58 ^g	0.2073 ^g	825.76	159	667
	III	433	212.0 ^g	645.0 ^g	0.2156 ^g	822.29	126	696
	IV	443	227	670.0	0.2240 ^g	863.40	70	793
1972	I	543	242.5 ^g	785.5 ^g	0.2323	1 023.19	169	854
	II	461	258.0 ^g	719.0 ^g	0.241	947.30	59	888
	III	524	273.5 ^g	797.5 ^g	0.2489	1 061.78	83	979
	IV	640	289	929	0.2572	1 250.67	294	957
1973	I	695	316 ^g	1 011 ^g	0.2656 ^g	1 376.63	411	966
	II	736	343 ^g	1 079 ^g	0.2739	1 486.02	585	901
	III	990	370 ^g	1 270 ^g	0.2822	1 769.30	996	773
	IV	926	397	1 323	0.2905	1 864.69	1 068	797
1974	I	1 013	373	1 391	0.2988	1 983.74	1 215	769
	II	1 380	399	1 779	0.3072 ^g	2 567.84	1 594	974
	III	1 107	410	1 517	0.2155 ^g	2 216.22	1 241	975
	IV	887	422.91	1 309.91	0.3238 ^g	1 937.20	1 028	909
1975	I	823	416	1 239	0.3321 ^g	1 855.10	621	1 234
	II	990	391	1 381	0.3404 ^g	2 093.69	408	1 686
	III	986	365	1 351	0.3488 ^g	2 074.63	177	1 898
	IV	1 151	370	1 521	0.379	2 451	247	2 204
1976	I	1 173	377	1 550	0.388	2 534	202	2 332
	II	1 398	373	1 771	0.3628	2 779.4	539	2 240
	III	1 442	420	1 862	0.3240	2 756	669	2 087
	IV	1 540	529.3	2 069.3	0.440	3 697.3	1 354	2 343

Fuentes: Para la columna 1, Reserva Federal y FMI. Para la columna 2, Banco de Inglaterra. Para la columna 5, Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements, Basilea). Para la columna 6, Banco Central de la República Argentina.

^aDatos de fin de período. Depósitos de Argentina en Estados Unidos. ^bDatos de fin de período en dólares. Depósitos de Argentina en bancos del Reino Unido en moneda extranjera. ^cPorcentaje residuo lineal no informado: diferencia expresada en porcentaje entre las estadísticas de activos externos de Argentina provenientes del Banco Internacional de Pagos (BIS) y el Fondo Monetario Internacional. ^dDesde el cuarto trimestre de 1975 al cuarto trimestre de 1976 las cifras representan depósitos

3. Método de series relacionadas

Este procedimiento (de uso común en la estimación de información no disponible) se basa en la identificación de variables cuyo comportamiento se encuentra altamente correlacionado con la variable de cuya información se carece, con el fin de estimar el comportamiento de esta última sobre la base de la información disponible para las primeras.

En el presente trabajo se procedió a estimar la información de depósitos de argentinos en el exterior sobre la base del comportamiento de los depósitos globales totales y de América Latina; puesto que la información para estos grandes rubros tampoco es completa, el procedimiento de estimación recogió la información disponible y la clasificó del siguiente modo:

<i>Pasivos externos</i>	<i>con de</i>	<i>Total mundo</i>	<i>Residentes en América Latina</i>	<i>Residentes en Argentina</i>
Estados Unidos				
Canadá				
Japón				
Mercados transfronterizos				
Euromercado	$\frac{R.U.}{8-R.U.}$			

Así, a partir de los rubros para los cuales se disponía de cifras completas para todo el período se fue reconstruyendo la información no disponible. En primer lugar se completaron las series al nivel mundial para aquellos mercados en los que la información no abarca la totalidad del período (mercados transfronterizos), basándose para ello en las cifras totales de otros mercados con un comportamiento similar; posteriormente se extendió el procedimiento a la información para América Latina, para luego aplicarlo a los datos que faltaban en las series sobre Argentina. Si los datos disponibles para América Latina hubiesen sido completos, no habría hecho falta reconstruir tantas series.

de Argentina en las principales monedas en los bancos de Europa, Japón, Canadá y Estados Unidos. ^eActivos brutos sobre el exterior de las autoridades monetarias. Datos a fin de período. ^fDiferencia entre BIS lineal y columna 6. ^gValores estimados.

Cabe destacar que las extrapolaciones de datos se hicieron utilizando el método de mínimos cuadrados generalizados y aplicando procedimientos autorregresivos.¹

A continuación se detallan cada una de las series utilizadas para llevar a cabo las estimaciones.

a) *Pasivos externos totales de los diferentes mercados*

Se disponía de prácticamente toda la información necesaria en este rubro, excepto para los mercados transfronterizos como Bahamas, Caimán, Panamá, Bermudas, Singapur, Hong Kong, etc. para los cuales se tenían sólo cifras desde el cuarto trimestre de 1970 en adelante. Las cifras para el período anterior han sido extrapoladas en función de los datos disponibles sobre pasivos externos totales de los mercados de Canadá y Japón según la siguiente ecuación y siguiendo la metodología expuesta anteriormente.²

Mercados transfronterizos – Mundo = $-13,3390 + 2,49346$ en Canadá

$$\text{error} = .1019$$

$$P = .4392$$

La razón por la cual se usó la información sobre Canadá para relacionarla con los mercados transfronterizos es que dicha serie es la que mejor se relaciona con el comportamiento de dichos mercados para el período para el cual existe información disponible.³

b) *Pasivos externos de los diferentes mercados a favor de residentes de América Latina*

La falta de una definición homogénea para las diversas series correspondientes al concepto de “América Latina” hizo necesario adop-

¹Para una explicación más detallada sobre la metodología empleada, véase *Un ejemplo de estimación retrospectiva en el caso autorregresivo* de A. de Mattanó y M. Orozco. Departamento de Análisis y Coordinación Estadística, Gerencia de Investigaciones y Estadísticas Económicas, Banco Central de la República Argentina. En este trabajo se demuestra entre otras cosas como se obtiene mayor eficiencia estimando los parámetros mediante mínimos cuadrados generalizados, en lugar de mínimos cuadrados ordinarios.

²Cabe destacar que esta metodología funciona bastante bien para el período estudiado (primer trimestre a cuarto trimestre de 1977) pero si se extendiera el número de observaciones por extrapolar habría que cambiar la metodología, debido a la insignificancia de los depósitos de extranjeros en muchos mercados internacionales para períodos anteriores a 1968. Esta observación se extiende a todas las extrapolaciones realizadas en el trabajo.

³En todos los casos se eligió aquella regresión que minimizara el coeficiente de autocorrelación.

tar una definición homogénea, ajustando todas las series para que respondan a esa definición. Por razones de disponibilidad de información individual se escogió la definición del Boletín del Banco de Inglaterra que comprende, dentro de la definición de América Latina, los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Dentro de este subgrupo, se posee información completa para los depósitos en los mercados de Estados Unidos y de Europa, pero no para los de Canadá + Japón + mercados transfronterizos, para los cuales existe información parcial derivada a partir de la información disponible del Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements). Por lo tanto dicha serie se obtuvo por residuo, es decir restando a las cifras del Banco Internacional de Pagos la información disponible de los rubros anteriores para el período comprendido entre el cuarto trimestre de 1975 y el cuarto trimestre de 1977.

El resto de las observaciones se completaron a través de una extrapolación de acuerdo a la siguiente expresión:

$$\begin{aligned} \text{Canadá} + \text{Japón} + \text{Mercados transfronterizos} &= 867.53585 + \\ &\quad (1.83) \\ &+ 0.04236 \text{ EE.UU. (Mundo)} \\ &\quad (10.97) \end{aligned}$$

$$\text{E.T.E.} = 8.40\%$$

$$P = .5632$$

EE.UU. (Mundo) representa la serie que describe el total de los pasivos de los mercados de Estados Unidos a favor de no residentes.

c) *Pasivos externos de los diferentes mercados a favor de residentes de la Argentina*

En este rubro, objetivo de todo el ejercicio, sólo se poseía (como se dijo antes) la información que se incluyó en el cuadro 1 de este apéndice.

Para completar la serie de pasivos externos de bancos del Reino Unido a favor de residentes de la Argentina —en monedas extranjeras— se procedió del siguiente modo:

Los datos trimestrales desde el primer trimestre de 1972 hasta el tercer trimestre de 1973 se interpolaron linealmente de acuerdo a la siguiente ecuación:

$$Y_t = Y_1 + \frac{1}{4} \left(Y_2 - Y_1 \right) X$$

donde $X = 0, 1, 2, 3$.

Al mismo tiempo, la información para el período comprendido entre el primer trimestre de 1968 y el tercer trimestre de 1971 se extrapola sobre la base de la siguiente ecuación:

$$\ln 8\text{-R.U. (Argentina)} = 0,4530 \ln \text{R.U. (Mundo)} + 0,25708$$

(6,96) (2,63)

$$\ln (8\text{-R.U.}) (\text{AL}) - 1,49551$$

(1,99)

$$E.T.E. = 7,25$$

$$P = 0,24$$

en donde $\ln =$ logaritmo natural

R.U. (Argentina) = pasivos de bancos del Reino Unido a favor de residentes en la Argentina.

R.U. (Mundo) = pasivos totales, en monedas extranjeras, de bancos del Reino Unido a favor de no residentes.

8-R.U. (A. Latina) = pasivos de bancos del mercado de euromonedas (excluyendo el Reino Unido), en monedas extranjeras, a favor de nacionales de otros países de América Latina.

En esta serie se seleccionó R.U. (Mundo) como representativa del comportamiento global del mercado de eurodivisas en Londres, al mismo tiempo que se seleccionó 8-R.U. (A. Latina) como representativa del comportamiento de los países de América Latina al diversificar sus depósitos a otros centros financieros del mercado de euromonedas. El análisis por mínimos cuadrados generalizados permitió seleccionar, sobre la base de los datos disponibles, la mencionada relación entre la serie que se desea completar y las series para las que se dispone de información. Los coeficientes de regresión son altamente significativos y el error típico de la estimación no es demasiado elevado.

Para el resto del euromercado, así como para Canadá, Japón y mercados transfronterizos, sólo se posee información a partir del cuarto trimestre de 1975, la cual se obtuvo sobre la base de los datos del Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements) del residuo de la información disponible para los mercados de Estados Unidos y el Reino Unido. Las cifras que faltaban se extrapolaron mediante el método de series relacionadas, según la siguiente ecuación:

$$\ln \left[(8-R.U) + \text{Japón} + \text{Canadá} + \text{Mercados transfronterizos} \right]$$

$$(\text{Argentina}) = 2,95014 \ln R.U. (\text{Mundo}) + 0,76581 \ln (\text{Canadá})$$

(3,71) (1,93)

$$+ \text{Japón} + \text{"o.S"} (A. Latina) - 34,34613$$

(5,02)

$$E.T.E. = 0,117$$

$$P = 0,0524$$

En esta ecuación las mejores relaciones surgieron al combinar el comportamiento global de los mercados del Reino Unido (factor escala) y el comportamiento de los depositantes de América Latina en Canadá, Japón y mercados transfronterizos.⁴ El hecho de que esta combinación de variables arroje los mejores resultados debe interpretarse como proveniente de un comportamiento similar de los diversos depositantes del mundo, y en particular de los de América Latina, al seleccionar su cartera de inversiones y al modificar sus conductas ante cambios en tasas esperadas de retorno y/o riesgo.

De este modo se llegó a reconstruir, en forma bastante completa, la información que faltaba respecto del comportamiento de los diversos mercados de capitales y de los depositantes tanto del mundo como de América Latina, y en particular de la Argentina.

El resultado final de estos cálculos se muestra en los cuadros 3, 4 y 5.

Sin embargo, como lo que realmente interesa para los fines del trabajo (el cual consiste en corregir las cifras oficiales de movimientos de capitales y cuenta corriente) son las tenencias privadas de activos de liquidez internacional, falta sustraer de las cifras correspondientes a las tenencias *totales* (es decir la suma de tenencias en los diversos mercados) la información disponible con respecto a las tenencias oficiales de *divisas*, las cuales se encuentran en publicaciones como International Financial Statistics del Fondo Monetario Internacional. De este modo se obtienen las cifras correspondientes a las tenencias privadas de activos de liquidez internacional por parte de argentinos, y por primeras diferencias se obtienen los cambios periódicos (o flujos) en dichas tenencias, necesarios para la corrección de las cifras oficiales de movimientos de capitales. (Véase el cuadro 6.)

⁴ Debe tenerse en cuenta que, si bien el número de observaciones extrapoladas es muy grande, cabe resaltar la poca importancia que tenía el euromercado, hasta 1971, como captador de depósitos de la Argentina, sobre todo si se excluye el Reino Unido, así como el escaso monto de depósitos de Argentina en los mercados de Canadá, Japón y lugares transfronterizos durante el mismo período.

Cuadro 3

PASIVOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS FINANCIEROS A FAVOR DE NO RESIDENTES

(Datos a fin de trimestre en millones de dólares de Estados Unidos)

Período		Estados Unidos	Reino Unido ^a	Otros países europeos ^b	Otros mercados ^c	Total
Año	Trimestre					
1968	I	35 929	16 970	20 800	7 840	81 539
	II	36 517	19 450	21 440	8 072	85 479
	III	37 899	20 510	22 630	8 356	89 395
	IV	37 053	21 810	25 530	9 056	93 449
1969	I	38 576	24 430	26 120	10 164	99 290
	II	42 519	30 200	30 940	10 701	114 360
	III	47 625	32 620	33 280	11 354	124 879
	IV	47 915	32 660	38 570	12 409	131 554
1970	I	49 524	33 550	38 970	12 978	135 022
	II	49 806	37 180	41 710	14 755	143 451
	III	50 720	37 660	44 550	15 168	148 098
	IV	51 315	40 870	53 150	16 883	162 218
1971	I	51 822	41 460	55 220	18 316	164 818
	II	54 432	44 070	57 700	19 821	174 023
	III	54 739	46 720	59 490	19 551	180 500
	IV	62 215	52 540	70 010	22 846	207 611
1972	I	67 820	54 950	72 090	24 688	219 548
	II	68 684	56 420	76 330	26 335	227 769
	III	70 850	61 380	79 680	28 623	240 533
	IV	74 811	65 880	91 020	30 093	261 804
1973	I	82 237	74 460	98 720	32 935	288 352
	II	82 828	80 440	104 020	35 754	303 042
	III	83 734	88 430	111 750	43 613	327 527
	IV	85 091	96 810	126 850	50 011	358 762
1974	I	88 596	109 320	132 510	59 916	390 342
	II	96 567	115 070	139 260	66 880	417 786
	III	103 341	113 990	126 500	68 310	412 141
	IV	111 305	111 500	149 510	70 023	442 338
1975	I	111 669	116 300	151 470	73 513	452 952
	II	110 941	118 900	156 290	78 926	465 057
	III	111 471	123 000	153 100	83 301	470 872
	IV	114 148	128 200	169 400	86 003	497 751
1976	I	116 911	131 200	168 600	94 675	511 386
	II	121 732	135 200	169 000	101 918	527 850
	III	127 564	137 900	179 700	106 353	551 517
	IV	137 388	148 600	205 000	112 374	603 362
1977	I	137 308	150 700	201 500	116 526	606 034
	II	147 355	155 800	215 900	119 053	638 108
	III	158 861	161 200	226 100	122 430	668 591
	IV	176 602	171 400	269 200	126 553	743 755

Fuentes: Boletín de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Boletín del Banco de Inglaterra, Informes del Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

^aPasivos en esterlinas y otras monedas de Bancos del Reino Unido, a favor de no residentes. ^bPasivos en moneda nacional y moneda extranjera de bancos correspondientes a ocho países europeos, excluido el Reino Unido, a favor de no residentes. ^cPasivos en dólares de las sucursales extranjeras de Bancos de Estados Unidos en la zona transfronteriza más pasivos en moneda nacional y extranjera de Bancos de Canadá y Japón a favor de no residentes.

Cuadro 4

PASIVOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS FINANCIEROS A FAVOR
DE RESIDENTES EN AMERICA LATINA

(Datos a fin de trimestre en millones de dólares de Estados Unidos)

Período		Estados Unidos	Reino Unido ^a	Otros países europeos ^b	Otros mercados ^c	Total
Año	Tri-mestre					
1968	I	4 376	512	678	654	6 220
	II	4 492	521	799	679	6 491
	III	4 551	586	804	734	6 680
	IV	4 914	607	853	702	7 076
1969	I	4 738	713	1 004	767	7 225
	II	4 410	864	1 266	934	7 474
	III	4 148	1 069	1 361	1 150	7 728
	IV	4 408	1 102	1 628	1 162	8 300
1970	I	4 848	1 138	1 752	1 230	8 968
	II	4 929	1 196	1 984	1 242	9 351
	III	4 415	1 213	2 237	1 281	9 146
	IV	4 294	1 253	2 857	1 306	9 710
1971	I	4 017	1 350	2 920	1 328	9 615
	II	4 013	1 529	3 011	1 438	10 051
	III	3 900	1 594	2 696	1 451	9 641
	IV	4 159	1 695	3 115	1 767	10 736
1972	I	4 019	1 928	2 942	2 006	10 895
	II	4 437	2 214	2 946	2 040	11 637
	III	4 377	2 562	3 418	2 138	12 495
	IV	5 200	3 269	4 471	2 294	15 234
1973	I	5 235	3 734	4 866	2 630	16 315
	II	5 500	4 087	5 663	2 617	17 867
	III	5 540	3 930	6 180	2 722	18 372
	IV	6 842	4 110	4 880	2 661	18 493
1974	I	7 651	4 468	4 662	3 020	19 801
	II	9 024	4 185	5 545	3 582	22 336
	III	8 934	3 551	4 719	3 424	20 628
	IV	9 861	4 154	4 856	3 555	22 466
1975	I	7 651	4 468	4 662	3 020	19 801
	II	9 024	4 185	5 545	3 582	22 336
	III	11 393	4 495	3 705	4 213	23 806
	IV	11 395	5 048	4 552	4 301	25 296
1976	I	11 147	4 645	3 855	3 821	23 468
	II	12 007	4 559	4 041	4 579	24 490
	III	12 720	4 991	4 109	3 815	25 635
	IV	13 401	6 251	4 449	5 362	30 963
1977	I	14 423	6 521	5 579	4 351	30 874
	II	13 804	7 080	5 820	5 772	32 566
	III	14 835	7 132	5 368	5 552	32 887
	IV	14 505	7 649	6 351	6 836	35 341

Fuentes: Boletín de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Boletín del Banco de Inglaterra, Informes del Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

^aPasivos en esterlinas y otras monedas de Bancos del Reino Unido, a favor de no residentes. ^bPasivos en moneda nacional y moneda extranjera de bancos correspondientes a ocho países europeos, excluido el Reino Unido, a favor de no residentes. ^cPasivos en dólares de las sucursales extranjeras de Bancos de Estados Unidos en zonas fronterizas, más pasivos en moneda nacional y extranjera de Bancos de Canadá y Japón a favor de no residentes.

Cuadro 5

PASIVOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS FINANCIEROS A FAVOR DE RESIDENTES EN ARGENTINA

(Datos a fin de trimestre en millones de dólares de Estados Unidos)

Año	Periodo	Estados Unidos	Reino Unido ^a	Otros mercados	Total
	Trimestre				
1968	I	719	49	—	818
	II	719	110	—	829
	III	736	113	—	849
	IV	768	117	—	885
1969	I	785	129	2	916
	II	715	151	4	870
	III	581	159	6	746
	IV	489	167	6	662
1970	I	486	172	6	664
	II	575	186	9	770
	III	568	193	9	770
	IV	563	213	12	788
1971	I	549	215	13	777
	II	477	222	16	715
	III	453	219	19	691
	IV	461	227	31	719
1972	I	532	243	40	815
	II	477	258	43	778
	III	539	274	57	870
	IV	660	289	75	1 024
1973	I	726	316	119	1 161
	II	751	343	149	1 243
	III	913	370	203	1 486
	IV	962	397	261	1 620
1974	I	1 030	378	411	1 819
	II	1 397	399	545	2 341
	III	1 133	410	512	2 055
	IV	922	423	493	1 838
1975	I	853	416	580	1 849
	II	1 024	391	663	2 078
	III	1 017	366	748	2 131
	IV	1 183	378	920	2 481
1976	I	1 210	377	947	2 534
	II	1 443	373	963	2 779
	III	1 485	410	861	2 756
	IV	1 582	529	1 586	3 697
1977	I	1 932	437	1 349	3 718
	II	1 749	423	1 907	4 079
	III	2 237	587	2 433	5 257
	IV	1 508	800	2 710	5 018

Fuentes: Boletín de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Boletín del Banco de Inglaterra, Informes del Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

^aTotal de pasivos de Bancos del Reino Unido a favor de residentes en Argentina, en libras y otras monedas.

Cuadro 6
**ARGENTINA: TENENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS DE LIQUIDEZ
INTERNACIONAL**

(Datos a fin de trimestre en millones de dólares)

Periodo		Tenencias totales	Tenencias oficiales de divisas	Tenencias privadas	Flujos de tenencias privadas
Año	Trimestre				
1968	I	818	557	261	—
	II	829	549	280	19
	III	849	532	317	37
	IV	885	554	331	14
1969	I	916	603	313	-18
	II	870	494	376	63
	III	746	443	303	-73
	IV	662	285	377	74
1970	I	664	302	362	-15
	II	770	400	370	8
	III	770	399	371	1
	IV	788	343	445	74
1971	I	777	247	530	85
	II	715	159	556	26
	III	691	126	505	19
	IV	719	70	649	34
1972	I	815	169	646	-3
	II	778	59	719	73
	III	870	83	787	68
	IV	1 024	294	730	-57
1973	I	1 161	411	750	20
	II	1 243	585	658	-92
	III	1 486	980	506	-152
	IV	1 620	1 068	552	46
1974	I	1 819	1 206	613	61
	II	2 391	1 584	807	144
	III	2 055	1 241	814	57
	IV	1 898	1 028	870	-4
1975	I	1 849	621	1 228	418
	II	2 098	408	1 690	442
	III	2 131	177	1 954	284
	IV	2 481	247	2 234	280
1976	I	2 534	202	2 332	98
	II	2 779	539	2 240	-92
	III	2 756	669	2 087	-153
	IV	3 697	1 354	2 343	256
1977	I	3 718	1 455	2 263	-80
	II	4 079	1 769	2 310	47
	III	5 257	2 463	2 794	484
	IV	5 018	3 064	1 954	-840

Fuente: Elaboración propia, sobre los datos contenidos en cuadros anteriores.

4. Modificación de las series de movimientos de capitales sobre la base de los flujos de tenencias privadas

La modificación de las series de movimientos de capitales para tomar en cuenta los movimientos no registrados exige una evaluación previa de los canales por los que se movilizan dichos flujos. Es evidente que, el capital en ausencia de restricciones cambiarias, tiene libertad de entrada y salida, y sus movimientos quedarán, en general, registrados como tales en las estadísticas oficiales del balance de pagos; no será entonces necesario hacer ajuste alguno a las cifras oficiales.

Distinto es el caso cuando existen restricciones cambiarias. En este caso se supone que hay entrada libre de capitales, pero las salidas por lo general están limitadas; en esas circunstancias resulta conveniente registrar todo ingreso de capitales (a menos que se desee evitarlo por razones no estrictamente cambiarias, como podrían ser razones impositivas) con el objetivo de adquirir el derecho a retirarlos posteriormente, sin inconvenientes, al tipo de cambio oficial.⁵

Son las salidas no autorizadas de capitales las que toman formas ocultas, generalmente a través de la cuenta corriente. En consecuencia, las correcciones de cifras oficiales sólo deben efectuarse cuando se registren flujos positivos en las cifras de tenencias privadas y no cuando se registren flujos negativos, pues los mismos ya están incluidos, en su mayor parte, en las cifras oficiales.

Con estos supuestos se obtuvo una segunda serie de flujos de capitales no registrados para la Argentina, con los que se corrigieron las cifras oficiales de movimientos de capitales y de cuenta corriente; con estas cifras corregidas se evaluó el modelo explicativo de los movimientos de capitales, al nivel trimestral, para Argentina.

Parece indudable que el procedimiento de series relacionadas es el más adecuado, para realizar los ajustes necesarios, y así parecen confirmarlo los resultados empíricos. En el presente estudio, sin embargo, el mencionado procedimiento sólo se aplicó al caso de Argentina dada la extrema dificultad que encierra realizar los cálculos para otros países; su aplicación a ellos deberá esperar una revisión de este trabajo.

⁵Podría argumentarse que también existen entradas de capitales no registrados puesto que con controles de capitales es común la experiencia de personas que traen fondos y los venden en los mercados paralelos; sin embargo, la contrapartida de esa venta es una compra, por parte de un particular, tampoco registrada, por lo que sus efectos se anulan en las cifras de flujos. El único caso en que esto no ocurriría es aquel en que el agente económico que efectúa el ingreso no registrado de capitales es un no residente, con lo que estadísticamente —en los flujos privados— sólo se recogería la salida de capitales, sin el correspondiente ingreso. Este último caso incluiría las ventas no registradas de los turistas externos.

APENDICE B

MATERIAL ESTADISTICO BASICO

Cuadro 1

**BRASIL Y CHILE: TENENCIAS PRIVADAS DE DEPOSITOS
EN BANCOS DE ESTADOS UNIDOS**

(Datos a fin de período en millones de dólares)

<i>Período</i>	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>
1957	80	52
1958	96	61
1959	107	59
1960	129	48
1961	132	52
1962	89	85
1963	83	98
1964	89	109
1965	88	125
1966	133	140
1967	113	165
1968	114	172
1969	95	144
1970	96	157
1971	76	122
1972	90	117
1973	103	116
1974	162	127

Fuentes: Boletines de la Reserva Federal, Banco de Inglaterra, Banco Central del Brasil y Banco Central de Chile.

Cuadro 2

GUATEMALA: CAPITAL PRIVADO + ERRORES Y OMISIONES NETOS

(Observaciones anuales en millones de dólares)

1953	1954	1955	1956	1957	1958
-11.60	-4.10	9.90	13.60	13.60	7.40
1959	1960	1961	1962	1963	1964
21.70	13.20	7.80	5.70	8.30	41.20
1965	1966	1967	1968	1969	1970
21.90	3.20	39.70	36.20	23.70	18.40
1971	1972	1973	1974	1975	1976
51.70	54.00	49.60	81.20	117.10	174.40

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 3

GUATEMALA: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES Y OMISIONES NETOS

(Observaciones anuales en millones de dólares)

1953	1954	1955	1956	1957	1958
-11.60	-4.10	9.90	22.00	21.40	12.30
1959	1960	1961	1962	1963	1964
22.80	16.60	3.80	1.10	19.20	40.90
1965	1966	1967	1968	1969	1970
25.80	1.90	57.00	44.70	27.80	30.60
1971	1972	1973	1974	1975	1976
59.20	55.60	62.50	89.90	138.80	191.60

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4
GUATEMALA: RESERVAS A FIN DE PERIODO
(Observaciones anuales en millones de dólares)

1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955
47.30	38.00	38.60	41.20	44.40	42.50	40.00	55.60
1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
71.20	75.20	49.20	44.10	54.10	54.80	45.80	56.70
1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
59.50	67.80	60.70	65.10	65.50	74.10	78.30	93.50
1972	1973	1974	1975	1976	1977		
134.90	212.00	202.40	303.90	511.00	690.40		

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 5
GUATEMALA: DESEQUILIBRIO MONETARIO EN DOLARES
(Observaciones anuales)

1959	1960	1961	1962	1963	1964
-20.6575	-40.0246	-28.2801	-7.8224	-20.2391	-2.36.72
1965	1966	1967	1968	1969	1970
-31.5841	-11.1204	-13.1175	-25.5538	-40.1784	-78.1002
1971	1972	1973	1974	1975	1976
-87.9552	-90.9747	-142.6872	-169.2701	-230.0599	-362.1138

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 6

**GUATEMALA: FLUJO DESEQUILIBRIO MONETARIO + CUENTA
CORRIENTE - OTROS + PRESTAMOS DEL EXTERIOR**

(Observaciones anuales)

<i>1960</i>	<i>1961</i>	<i>1962</i>	<i>1963</i>	<i>1964</i>	<i>1965</i>
-24.9671	1.0445	10.6578	-37.3167	-15.2281	-59.1169
<i>1966</i>	<i>1967</i>	<i>1968</i>	<i>1969</i>	<i>1970</i>	<i>1971</i>
10.3638	-67.7972	-60.0362	-31.2247	-44.9217	-71.7550
<i>1972</i>	<i>1973</i>	<i>1974</i>	<i>1975</i>	<i>1976</i>	
-22.1195	-53.2125	-137.2829	-164.4898	-177.1539	

Fuente: Elaboración propia sobre datos del FMI.

Cuadro 7

GUATEMALA: RENTABILIDAD REAL

(Observaciones anuales)

<i>1958</i>	<i>1959</i>	<i>1960</i>	<i>1961</i>
0.0511	0.0355	0.0411	0.0467
<i>1962</i>	<i>1963</i>	<i>1964</i>	<i>1965</i>
0.0416	0.0306	0.0259	0.0224
<i>1966</i>	<i>1967</i>	<i>1968</i>	<i>1969</i>
0.0088	0.0154	0.0061	-0.0267
<i>1970</i>	<i>1971</i>	<i>1972</i>	<i>1973</i>
-0.0148	-0.0168	-0.0751	-0.2171
<i>1974</i>	<i>1975</i>	<i>1976</i>	
-0.2126	-0.1838	-0.1167	

Fuente: Elaboración propia sobre datos del International Financial Statistics.

Cuadro 8

GUATEMALA: CUENTA CORRIENTE

(Observaciones anuales en millones de dólares)

1953	1954	1955	1956	1957	1958
11.60	1.50	5.00	-7.80	-18.40	-38.20
1959	1960	1961	1962	1963	1964
-28.60	-11.00	-7.90	-15.70	-17.30	-37.90
1965	1966	1967	1968	1969	1970
-34.60	-12.20	-62.00	-50.70	-19.00	-7.90
1971	1972	1973	1974	1975	1976
-49.20	-11.50	7.80	-103.10	-65.70	-7.60

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 9

GUATEMALA: CUENTA CORRIENTE

(Observaciones anuales en millones de dólares)

1953	1954	1955	1956	1957	1958
11.60	1.10	-5.50	-24.70	-39.30	-50.00
1959	1960	1961	1962	1963	1964
-40.20	-25.60	-24.20	-23.00	-20.80	-45.70
1965	1966	1967	1968	1969	1970
-42.10	-21.60	-71.30	-61.40	-32.40	-25.40
1971	1972	1973	1974	1975	1976
-74.50	-41.50	-34.70	-158.50	-143.50	-211.00

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 10

ARGENTINA: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES Y OMISIONES

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	-12.80	12.90	101.80	105.90
1969	80.00	-45.80	67.70	13.10
1970	128.60	103.60	69.10	117.50
1971	38.40	4.00	35.40	-249.50
1972	-102.90	-22.30	9.30	54.10
1973	-54.20	-93.00	58.50	99.20
1974	-28.60	230.60	-109.80	-124.70
1975	104.20	59.00	38.20	-11.30
1976	-110.40	-6.00	-143.80	-265.20
1977	1.20	-58.10	371.00	878.00

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 11

ARGENTINA: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES - FLUJO

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	-12.80	12.90	101.80	105.90
1969	80.00	-45.80	67.70	-60.90
1970	128.60	95.60	68.10	43.50
1971	-46.60	-22.00	26.40	-333.50
1972	-102.90	-95.30	-58.70	54.10
1973	-74.20	-93.00	58.50	53.20
1974	-89.60	86.60	-166.80	-124.70
1975	-313.80	-383.00	-245.80	-291.30
1976	-208.40	-6.00	-143.80	-521.20
1977	1.20	-105.10	371.00	878.00

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 12

ARGENTINA: FLUJOS CORREGIDOS*(Observaciones trimestrales en millones de dólares)*

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	0	0	0	0
1969	0	0	0	74
1970	0	8	1	74
1971	85	26	9	84
1972	0	73	68	0
1973	20	0	0	46
1974	61	144	57	0
1975	418	442	284	280
1976	98	0	0	256
1977	0	47	0	0

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 13

ARGENTINA: RESERVAS A FIN DEL PERIODO*(Observaciones trimestrales en millones de dólares)*

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1967	256.00	670.00	700.00	727.00
1968	689.00	726.00	728.00	760.00
1969	815.00	722.00	681.00	538.00
1970	609.00	707.00	706.00	673.00
1971	610.00	522.00	459.00	290.00
1972	278.00	242.00	255.00	465.00
1973	645.00	817.00	1 229.00	1 318.00
1974	1 461.00	1 844.00	1 519.00	1 315.00
1975	919.00	584.00	342.00	452.00
1976	421.00	772.00	930.00	1 608.00
1977	1 705.00	2 014.00	2 700.00	3 331.00

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 14
ARGENTINA: RENTABILIDAD REAL
(Observaciones trimestrales)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	0.0242	0.0230	0.0234	0.0230
1969	0.0216	0.0208	0.0186	0.0189
1970	0.0206	-0.0285	-0.0973	-0.0394
1971	-0.0443	-0.1466	-0.3707	-0.8128
1972	-0.6362	-0.5215	-0.4168	-0.3781
1973	-0.1896	-0.2244	-0.1120	-0.1194
1974	-0.2431	-0.6180	-1.0407	-1.1248
1975	-1.2859	-2.4680	-1.9109	-1.9073
1976	-2.2094	-0.8510	-0.2453	-0.0415
1977	-0.0547	0.0177	0.0421	0.0450

Fuente: Elaboración propia, sobre datos del Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 15
ARGENTINA: DESEQUILIBRIO MONETARIO EN DOLARES
(Observaciones trimestrales)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	3 792.3942	-109.6558	-99.3100	-149.7315
1969	-23.8278	-240.2735	-357.5613	-404.2548
1970	-79.3279	-312.7360	-260.4290	-477.0092
1971	-575.4385	-326.9193	-399.6609	2.3153
1972	328.2555	-1.1890	-1.0520	123.1548
1973	438.5833	-190.7795	409.6082	1 230.5736
1974	1 804.2895	1 545.0078	1 059.9279	1 045.6801
1975	2 145.9542	1 537.7566	-261.3445	1 930.7713
1976	3 176.2455	-126.9632	1 040.4505	227.0678
1977	359.4196	293.3403	-413.3440	-174.4582

Fuente: Elaboración propia, sobre datos del Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 16
ARGENTINA: DESEQUILIBRIO MONETARIO FLUJO
(Observaciones trimestrales)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1969	125.9037	-216.4457	-117.2878	-46.6935
1970	324.9269	-233.4081	52.3070	-216.5801
1971	-98.4294	248.5192	-72.7416	401.9762
1972	325.9402	-329.4445	0.1370	124.2068
1973	315.4285	-629.3628	600.3876	820.9654
1974	573.7159	-259.2817	-485.0798	-14.2478
1975	1 100.2740	-608.1975	-1 799.1011	2 192.1158
1976	1 245.4742	-3 303.2087	1 167.4137	-813.3827
1977	132.3518	-66.0793	-706.6843	238.8858

Fuente: Elaboración propia, sobre datos del Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 17
ARGENTINA: RENTABILIDAD SWAP
(Observaciones trimestrales)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	-0.0050	-0.0073	-0.0099	-0.0148
1969	-0.0135	-0.0121	-0.0095	-0.0049
1970	-0.0110	-0.0116	-0.0135	-0.0100
1971	-0.0084	-0.0010	0.0078	0.0132
1972	-0.0047	-0.0055	-0.0057	-0.0045
1973	-0.0025	0.0005	0.0039	0.0045
1974	0.0056	0.0068	0.0031	-0.0038
1975	-0.0075	-0.0225	-0.0399	-0.0697
1976	-0.1073	-0.0635	0.0081	0.0127
1977	0.1331	0.1903	0.0	0.0

Fuente: Elaboración propia, sobre datos del Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 18
ARGENTINA: RESTRICCIONES
(Observaciones trimestrales)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	0.80	0.90	0.90	0.90
1969	0.90	0.90	0.80	0.80
1970	0.90	0.80	0.70	0.50
1971	0.50	0.50	0.40	0.50
1972	0.40	0.30	0.30	0.30
1973	0.30	0.20	0.20	0.20
1974	0.20	0.20	0.20	0.20
1975	0.10	0.10	0.10	0.20
1976	0.10	0.30	0.40	0.60
1977	0.70	0.80	0.90	0.90

Fuente: Elaboración propia, sobre datos provenientes del "Annual Report on Exchange Restrictions". (FMI).

Cuadro 19
ARGENTINA: CUENTA CORRIENTE
(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	10.00	65.00	-61.80	-61.80
1969	38.30	1.80	-118.50	-147.90
1970	-26.70	56.00	-33.80	-154.00
1971	-124.00	-56.60	-151.50	-56.50
1972	-77.30	-51.60	-61.10	-32.90
1973	202.20	194.00	316.00	8.40
1974	223.30	170.90	-85.40	-181.60
1975	-508.40	-366.50	-198.70	-211.00
1976	32.70	261.20	154.60	201.60
1977	347.80	583.50	321.00	64.60

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 20

ARGENTINA: CUENTA CORRIENTE + FLUJO CORREGIDO*(Observaciones trimestrales en millones de dólares)*

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	10.00	65.00	-61.80	-61.80
1969	38.30	1.80	-118.50	-73.90
1970	-26.70	64.00	-32.80	-80.00
1971	-39.00	-30.60	-142.50	27.50
1972	-77.30	21.40	6.90	-32.90
1973	222.20	194.00	316.00	54.40
1974	284.30	314.90	-28.40	-181.60
1975	-90.40	75.50	85.30	69.00
1976	130.70	261.20	154.60	457.60
1977	347.80	630.50	321.00	64.60

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 21

ARGENTINA: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES Y OMISIONES*(Observaciones trimestrales en millones de DEG)*

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1970	128.6000	103.6000	69.1000	117.5000
1971	38.4000	4.0000	35.4000	-249.5000
1972	-102.9000	-22.3000	9.3000	54.1000
1973	-54.2000	-93.0000	58.5000	99.2000
1974	-28.6000	230.6000	-109.8000	-124.7000
1975	104.2000	59.0000	38.2000	-11.3000
1976	-110.4000	-6.0000	-143.8000	-265.2000

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 22

**ARGENTINA: CAPITAL AUTONOMO, ERRORES Y
OMISIONES - FLUJO**

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1970		70.6000	42.1000	22.5000
1971	-82.6000	-20.0000	6.4000	-346.5000
1972	-163.9000	-56.3000	-81.7000	76.1000
1973	-63.2000	-28.0000	186.5000	75.2000
1974	-0.6000	25.6000	-110.8000	-58.7000
1975	-220.8000	-393.0000	-173.8000	-317.3000
1976	-238.4000	86.0000	9.2000	-521.2000

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 23

ARGENTINA: CUENTA CORRIENTE + FLUJO

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1970		89.0000	-6.8000	-59.0000
1971	-3.0000	-32.6000	-122.5000	40.5000
1972	-16.3000	-17.6000	29.9000	-54.9000
1973	211.2000	129.0000	188.0000	32.4000
1974	195.3000	375.9000	-84.4000	-247.6000
1975	-183.4000	85.5000	13.3000	95.0000
1976	160.7000	169.2000	1.6000	457.6000

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 24

BRASIL: CAPITAL AUTONOMO*(Observaciones anuales en millones de DEG)*

<i>1958</i>	<i>1959</i>	<i>1960</i>	<i>1961</i>
273.00	226.00	195.00	288.00
<i>1962</i>	<i>1963</i>	<i>1964</i>	<i>1965</i>
297.00	187.00	206.00	127.00
<i>1966</i>	<i>1967</i>	<i>1968</i>	<i>1969</i>
362.00	199.00	674.00	1 054.00
<i>1970</i>	<i>1971</i>	<i>1972</i>	<i>1973</i>
1 181.00	1 982.00	3 331.00	2 890.00

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 25

BRASIL: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES Y OMISIONES*(Observaciones anuales)*

<i>1958</i>	<i>1959</i>	<i>1960</i>	<i>1961</i>
98.00	274.00	209.00	337.00
<i>1962</i>	<i>1963</i>	<i>1964</i>	<i>1965</i>
159.00	111.00	-11.00	96.00
<i>1966</i>	<i>1967</i>	<i>1968</i>	<i>1969</i>
337.00	338.00	673.00	1 034.00
<i>1970</i>	<i>1971</i>	<i>1972</i>	<i>1973</i>
1 219.00	1 976.00	3 734.00	3 095.00

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 26

BRASIL: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES - FLUJO*(Observaciones anuales en DEG's)*

<i>1958</i>	<i>1959</i>	<i>1960</i>	<i>1961</i>
77.0000	263.0000	183.0000	334.0000
<i>1962</i>	<i>1963</i>	<i>1964</i>	<i>1965</i>
202.0000	199.0000	-17.0000	97.0000
<i>1966</i>	<i>1967</i>	<i>1968</i>	<i>1969</i>
282.0000	358.0000	672.0000	1 053.0000
<i>1970</i>	<i>1971</i>	<i>1972</i>	<i>1973</i>
1 218.0000	1 996.0000	3 721.0000	3 084.0000

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos provenientes del I.F.S. y del Boletín de la Reserva Federal.

Cuadro 27

BRASIL: RESERVAS OFICIALES*(Promedios anuales en millones de DEG's)*

<i>1958</i>	<i>1959</i>	<i>1960</i>	<i>1961</i>
465.0000	367.0000	345.0000	470.0000
<i>1962</i>	<i>1963</i>	<i>1964</i>	<i>1965</i>
285.0000	219.0000	246.0000	484.0000
<i>1966</i>	<i>1967</i>	<i>1968</i>	<i>1969</i>
425.0000	193.0000	257.0000	656.0000
<i>1970</i>	<i>1971</i>	<i>1972</i>	<i>1973</i>
1 187.0000	1 608.0000	3 853.0000	5 319.0000

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 28
BRASIL: RENTABILIDAD DEL DOLAR
(Observaciones anuales)

<i>1958</i>	<i>1959</i>	<i>1960</i>	<i>1961</i>
-0.8087	-0.6620	-0.2719	-0.6117
<i>1962</i>	<i>1963</i>	<i>1964</i>	<i>1965</i>
-0.7646	-0.6375	-0.5761	-0.2614
<i>1966</i>	<i>1967</i>	<i>1968</i>	<i>1969</i>
0.0910	0.0032	0.0366	-0.2125
<i>1970</i>	<i>1971</i>	<i>1972</i>	<i>1973</i>
-0.0767	-0.1502	-0.1048	-0.0116

Fuente: Elaboración propia, sobre datos del Boletín del Banco Central del Brasil.

Cuadro 29
BRASIL: RESTRICCIONES
(Observaciones anuales)

<i>1958</i>	<i>1959</i>	<i>1960</i>	<i>1961</i>
0.3000	0.2000	0.2000	0.3000
<i>1962</i>	<i>1963</i>	<i>1964</i>	<i>1965</i>
0.2000	0.1000	0.1000	0.4000
<i>1966</i>	<i>1967</i>	<i>1968</i>	<i>1969</i>
0.6000	0.8000	0.8000	0.7000
<i>1970</i>	<i>1971</i>	<i>1972</i>	<i>1973</i>
0.7000	0.7000	0.7000	0.7000

Fuente: Elaboración propia sobre datos provenientes del "Annual Report on Exchange Restrictions", del FMI.

Cuadro 30

BRASIL: CUENTA CORRIENTE

(Observaciones anuales en millones de DEGs)

1958	1959	1960	1961
-276.00	-347.00	-534.00	-277.00
1962	1963	1964	1965
-484.00	-204.00	50.00	248.00
1966	1967	1968	1969
-65.00	-303.00	-543.00	-353.00
1970	1971	1972	1973
-644.00	-1 409.00	-1 466.00	-1 485.00

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 31

BRASIL: CUENTA CORRIENTE + FLUJO

(Observaciones anuales en DEGs)

1958	1959	1960	1961
-260.0000	-336.0000	-521.0000	-274.0000
1962	1963	1964	1965
-527.0000	-210.0000	56.0000	247.0000
1966	1967	1968	1969
-24.0000	-323.0000	-542.0000	-372.0000
1970	1971	1972	1973
-643.0000	-1 389.0000	-1 477.0000	-1 534.0000

Fuente: Elaboración propia, sobre datos del International Financial Statistics.

Cuadro 32
CHILE: CAPITAL AUTONOMO
(Observaciones anuales en millones de DEG's)

1958	1959	1960	1961
40.60	80.60	73.60	206.60
1962	1963	1964	1965
178.00	110.00	120.00	78.00
1966	1967	1968	1969
149.00	82.00	347.00	340.00
1970	1971	1972	1973
240.00	-6.00	226.00	1 281.00

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 33
CHILE: RESERVAS
(Promedios anuales en millones de DEG's)

1951	1952	1953	1954	1955	1956
60.0000	74.0000	68.0000	55.0000	86.0000	80.0000
1957	1958	1959	1960	1961	1962
51.0000	63.0000	128.0000	111.0000	74.0000	79.0000
1963	1964	1965	1966	1967	1968
77.0000	89.0000	138.0000	172.0000	126.0000	208.0000
1969	1970	1971	1972	1973	1974
344.0000	389.0000	204.0000	137.0000	149.0000	83.0000

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 34
CHILE: RENTABILIDAD
(Observaciones anuales)

1958	1959	1960	1961
-0.7130	-0.2664	0.0992	0.0566
1962	1963	1964	1965
-0.5980	-1.4206	-1.1159	-0.8320
1966	1967	1968	1969
-0.6412	-0.6901	-0.6732	-0.6336
1970	1971	1972	1973
-1.1322	-3.1775	-15.7159	-38.5640

Fuente: Elaboración propia, sobre datos del Banco Central de Chile.

Cuadro 35
CHILE: RESTRICCIONES
(Observaciones anuales)

1955	1956	1957	1958	1959
0.2000	0.5000	0.6000	0.5000	0.7000
1960	1961	1962	1963	1964
0.8000	0.7000	0.7000	0.6000	0.5000
1965	1966	1967	1968	1969
0.5000	0.6000	0.7000	0.8000	0.8000
1970	1971	1972	1973	1974
0.7000	0.5000	0.3000	0.2000	0.1000

Fuente: Elaboración propia, sobre datos del Annual Report on Exchange Restrictions, del Fondo Monetario Internacional.

Cuadro 36
CHILE: CUENTA CORRIENTE
(Observaciones anuales en millones de DEG's)

1958	1959	1960	1961
-92.9	-32.1	-164.6	-295.1
1962	1963	1964	1965
-222.0	-204.0	-135.0	-42.0
1966	1967	1968	1969
-103.0	-97.0	-177.0	47.0
1970	1971	1972	1973
-69.0	-236.0	-472.0	-337.9

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 37
CHILE: CUENTA CORRIENTE + FLUJO
(Observaciones anuales en millones de DEG's)

1958	1959	1960	1961
-83.9000	-34.1000	-153.6000	-291.1000
1962	1963	1964	1965
-189.0000	-191.0000	-124.0000	-26.0000
1966	1967	1968	1969
-88.0000	-72.0000	-170.0000	75.0000
1970	1971	1972	1973
-56.0000	-201.0000	-467.0000	-336.9000

Fuente: International Financial Statistics.

BIBLIOGRAFIA

- Arriazu, Ricardo H.: *Elección de un sistema cambiario en inflación, ventajas y desventajas de la indización*, Banco Central del Uruguay, agosto de 1976.
- Arriazu, Ricardo H.: *El sistema monetario internacional*, Conferencia pronunciada en la Reserva Federal de los Estados Unidos, 1974.
- Arriazu, Ricardo H.: "Evaluación reciente en los mecanismos de transmisión internacional de las perturbaciones económicas", en *América Latina en la Economía Mundial, Comercio, Empleo y Distribución del Ingreso*, Instituto Torcuato Di Tella, Cuaderno N° 101, serie Jornadas, febrero de 1979.
- Arriazu, Ricardo H.: "La reforma del sistema monetario internacional desde las perspectivas de los países en desarrollo", *Revista Argentina de Finanzas*, editada por el Instituto Argentino de Relaciones Internacionales, junio de 1977.
- Banco Central do Brasil; *Boletín* (diversos números), Brasilia, D.F., Brasil.
- Banco Central de Chile: *Boletín Mensual* (diversos números), Santiago, Chile.
- Banco Central de la República Argentina: *Boletín Estadístico* (diversos números), Buenos Aires, Argentina.
- Banco de Inglaterra: *Quarterly Bulletin* (diversos números), Londres, Inglaterra.
- Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements): *Informe Anual* (diversos años), Basilea, Suiza.
- Branson, William H.: *Financial Capital Flows in the U.S. Balance of Payments*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1968.
- Fondo Monetario Internacional: *Annual Report - Exchange Restrictions*, diversos años. Publicados en Washington, D.C.
- Fondo Monetario Internacional: *International Financial Statistics*, varios números, Washington, D.C.
- Frenkel, Jacob A. y Johnson, Harry G.: "The Monetary Approach to the Balance of Payments. Essential Concepts and Historical Origins", en J.A. Frenkel y H.G. Johnson, (eds.), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Allen and Unwin, Londres, 1976.

- Grubel, H.: "Internationally Diversified Portfolios: welfare gains and capital flows", *American Economic Review*, Vol. LVIII, número 5, primera parte, diciembre de 1968, pp. 1299-1314.
- Johnson, Harry G.: "The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory", en J.A. Frenkel y H.G. Johnson (eds.), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Allen and Unwin, Londres 1976.
- Lihon, O.: *Les Mouvements de Capitaux à long terme entre la France et l'extérieur*, Banque de France. Trabajo presentado en el VI Coloquio de Econometría Aplicada llevado a cabo en Roma, febrero de 1979.
- Lybeck, J.A.: *A simultaneous model of capital flows, exchange rates, interest rates, and prices of trade goods: Theoretical considerations and estimations by alternative methods*, Godesborgs Universitat, Suecia. Trabajo presentado en el VI Coloquio de Econometría Aplicada realizado en Roma, febrero de 1979.
- Mantel, Rolf: *Un modelo para la administración de reservas internacionales*, Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, Banco Central de la República Argentina, Serie de Estudios Técnicos, N° 33, junio de 1978.
- Markowitz, H.: *Portfolio Selection: Efficient diversification of investments*. Wiley, Nueva York, 1959.
- Massad, Carlos: *Liquidez internacional total, evaluación económica y consecuencias de política*, Fondo Monetario Internacional, documento interno, agosto de 1972.
- Mattanó, Mónica A. de, y Orozco, M.: *Un ejemplo de estimación retrospectiva en el caso autorregresivo*, Departamento de Análisis y Coordinación Estadística, Gerencia de Investigaciones y Estadísticas Económicas, Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, diciembre de 1978.
- Mundell, Robert A.: *International Economics*, Macmillan, Nueva York, 1968.
- Reserva Federal de los Estados Unidos: Boletín (diversos números).
- Rhomberg, R., y Heller, A.R.: "Introductory Survey", en *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., 1977.
- Uriarte, J.A.: *Aspectos empíricos del enfoque monetario del balance de pagos en la Argentina*, Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, Banco Central de la República Argentina, Terceras jornadas de Economía Monetaria e Internacional, septiembre de 1979.

CUADERNOS DE LA CEPAL

Nº 1

América Latina: El nuevo escenario regional y mundial

Exposición del Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina, señor Enrique V. Iglesias, en el decimosexto período de sesiones de la Comisión

Nº 2

Las evaluaciones regionales de la Estrategia Internacional de Desarrollo

Evaluación de Quito. Resolución 320 (XV) de la CEPAL

Evaluación de Chaguaramas. Resolución 347 (XVI) de la CEPAL

Nº 3

Desarrollo humano, cambio social y crecimiento en América Latina

Separata de *El desarrollo latinoamericano y la coyuntura económica internacional* (E/CEPAL/981)

Nº 4

Relaciones comerciales, crisis monetaria e integración económica en América Latina

Separata de *El desarrollo latinoamericano y la coyuntura económica internacional* (E/CEPAL/981/Add.2)

Nº 5

Síntesis de la evaluación regional de la Estrategia Internacional de Desarrollo

Este trabajo se presentó en versión mimeografiada en el decimosexto período de sesiones de la Comisión con la signatura E/CEPAL/1004

Nº 6

Dinero de valor constante. Conceptos, problemas y experiencias/Jorge Rose

Funcionario de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL

Nº 7

La coyuntura internacional y el sector externo

Versión revisada de *El desarrollo latinoamericano y la coyuntura económica internacional*, segunda parte, capítulos I y II (E/CEPAL/981/Add.2)

Nº 8

La industrialización latinoamericana en los años setenta

Este trabajo apareció anteriormente en versión mimeografiada con la signatura ST/CEPAL/Conf.51/L.2

Nº 9

Dos estudios sobre inflación

La inflación en los países centrales. Este artículo está tomado del capítulo I del *Estudio Económico de América Latina, 1974*, (E/CEPAL/982)

América Latina y la inflación importada, 1972-1974. Por Héctor Assael y Arturo

Núñez del Prado, funcionarios de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL)

Nº 10

Reactivación del Mercado Común Centroamericano

Este Cuaderno refunde las partes más relevantes del documento (E/CEPAL/CCE/367/Rev.3), preparado por la Oficina de la CEPAL en México, y del Informe de la Décima Reunión del Comité de Cooperación Económica del Istmo Centroamericano (E/CEPAL/CCE/369/Rev.1)

Nº 11

Integración y cooperación entre países en desarrollo en el ámbito agrícola /Germánico Salgado Peñaherrera, Consultor de la FAO

Este trabajo se presentó, con la signatura LARC/76/7(a) a la Decimocuarta Conferencia Regional de la FAO para América Latina y a la Conferencia Latinoamericana CEPAL/FAO de la Alimentación que se realizaron en Lima del 21 al 29 de abril de 1976

Nº 12

Temas del nuevo orden económico internacional

Este documento se publicó originalmente con el título "Temas de la UNCTAD IV", E/CEPAL/L.133, el 19 de abril de 1976

Nº 13

En torno a las ideas de la CEPAL: desarrollo, industrialización y comercio exterior
Al reanimarse antiguas discusiones sobre la naturaleza del desarrollo regional y particularmente acerca de las relaciones entre la industrialización y el comercio exterior, se ha creído oportuno reunir en este Cuaderno algunos textos preparados por la CEPAL sobre este tema

Nº 14

En torno a las ideas de la CEPAL

Problemas de la industrialización

Este volumen pretende continuar la tarea iniciada en el Cuaderno Nº 13, refiriéndose especialmente a los problemas de la industrialización latinoamericana

Nº 15

Los recursos hidráulicos de América Latina

Informe regional

Este trabajo se presentó a la Reunión Regional Preparatoria para América Latina y el Caribe de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Agua que se realizó en Lima, Perú, del 30 de agosto al 3 de septiembre de 1976

Nº 16

Desarrollo y cambio social en América Latina

Este trabajo preparado como contribución a la tercera evaluación regional de la estrategia internacional de desarrollo, compara los planteamientos políticos de los años cincuenta y siguientes en las áreas del desarrollo urbano, del desarrollo rural,

de la educación y del empleo con los cambios reales, señala contradicciones, y formula algunas interrogantes para el futuro

Nº 17

Evaluación de Guatemala

Resolución 362 (XVII) aprobada por la CEPAL en su decimoséptimo período de sesiones, Guatemala, 1977

Nº 18

Raíces históricas de las estructuras distributivas en América Latina/A. Di Filippo
Atendiendo a la naturaleza de los distintos regímenes de propiedad, trabajo e intercambio heredados de la fase colonial, se analiza la constitución y desarrollo de las economías exportadoras de América Latina y sus repercusiones en materia de urbanización e industrialización. El objetivo básico de este ensayo es proveer un marco histórico-estructural para el análisis de la distribución del ingreso en las economías latinoamericanas contemporáneas

Nº 19

Dos estudios sobre endeudamiento externo/Carlos Massad y Roberto Zahler

El Cuaderno Nº 19 contiene dos estudios. En el primero, "Financiamiento y endeudamiento externo de América Latina y propuestas de acción", se evalúa la magnitud y estructura de la deuda externa latinoamericana, tanto garantizada como no garantizada, y se señalan algunas propuestas de solución frente a este problema.

En el segundo "Inflación mundial y deuda externa: el caso del deflactor impropio", se critica la tendencia generalizada a suponer que la inflación mundial reduce el peso efectivo del servicio de la deuda externa, y se concluye que el tipo de cambio social, y no la inflación externa, es el mejor deflactor para medir esa carga desde el punto de vista del país deudor

Nº 20

Tendencias y proyecciones a largo plazo del desarrollo económico de América Latina/E/CEPAL/1027

En este Cuaderno se analizan los principales rasgos del desarrollo económico y social de América Latina en los últimos 25 años, mediante un enfoque crítico de la magnitud y profundidad de la transformación productiva y social, y la identificación de las características generales más relevantes del estilo de desarrollo que prevaleció en ese período; se examinan en forma esquemática los principales objetivos, metas y orientaciones de la política económica formulados por los países de la región en los planes de desarrollo de los años setenta, e incluye proyecciones demográficas hacia el año 2000 y proyecciones macroeconómicas para los países no exportadores de petróleo en el decenio de 1980

Nº 21

25 años en la agricultura de América Latina: rasgos principales 1950-1975

Este Cuaderno pasa revista a los rasgos principales de la evolución de la agricultura latinoamericana en el marco de las economías nacionales, a la producción y el abastecimiento agrícolas, al desarrollo de la agricultura en relación con el sector externo, a los problemas planteados en la utilización de los recursos productivos y sus rendimientos, y a los aspectos institucionales básicos de la estructura agraria

Nº 22

Notas sobre la familia como unidad socioeconómica/Carlos A. Borsotti

Se analiza el papel de las familias, en cuanto unidades socioeconómicas, en la producción social y en la reproducción cotidiana y generacional de los agentes sociales, destacándose las variaciones en sus estrategias de vida y en sus modelos socio-organizativos, según las situaciones de clase a las que pertenecen.

El objetivo básico es proponer algunas hipótesis conceptuales y metodológicas para vincular a las unidades familiares, como grupos focales y estratégicos de las políticas de desarrollo social, con la estructura de la sociedad y los estilos de desarrollo

Nº 23

La organización de la información para la evaluación del desarrollo/Juan Sourrouille

Este trabajo examina algunos de los problemas vinculados a la forma de organizar la información para evaluar el proceso de desarrollo económico y social. El tema se aborda aquí desde tres perspectivas distintas: el uso de las concepciones sistemáticas como marco de coherencia de los planes estadísticos, la búsqueda de un indicador sintético de los resultados del proceso de desarrollo, y la definición de un conjunto de indicadores que faciliten la evaluación de ese proceso en sus distintas facetas o áreas de interés

Nº 24

Contabilidad nacional a precios constantes en América Latina/Alberto Fracchia

Este trabajo aporta antecedentes relativos a las cuentas nacionales en América Latina y propone un sistema de índices de precios y cantidades adecuado a los países de la región, sobre la base del propuesto por la Oficina de Estadística de las Naciones Unidas

Nº 25

Ecuador: Desafíos y logros de la política económica en la fase de expansión petrolera

En este Cuaderno se examinan los principales rasgos del desarrollo económico y social del Ecuador, durante lo que ha transcurrido del decenio de 1970, especialmente considerando los efectos que se han derivado de la producción y exportación de petróleo del país

Nº 26

Las transformaciones rurales de América Latina ¿Desarrollo social o marginación?

Este Cuaderno, preparado por el Proyecto Interdisciplinario de Desarrollo Social Rural, contiene un diagnóstico e interpretación de las principales transformaciones de la economía y la sociedad rurales en los últimos años en América Latina, un análisis de los posibles escenarios futuros y un examen de los grandes problemas que enfrentan las diversas estrategias para lograr un efectivo avance hacia los objetivos de desarrollo social establecidos por los gobiernos en la Estrategia Internacional de Desarrollo y en las Evaluaciones de Quito, Chaguaramas y Guatemala

Nº 27

La dimensión de la pobreza en América Latina/Oscar Altimir

Este trabajo tuvo su origen en el proyecto sobre Medición y Análisis de la Distribución del Ingreso en América Latina, que realizan conjuntamente la CEPAL y el Banco Mundial. Contiene una reseña de los problemas relacionados con el concepto de pobreza y con la medición de la misma, presenta también un método para el trazado de líneas de pobreza en países de América Latina cuya aplicación permite cuantificar la dimensión de la pobreza en los países de la región

Nº 28

Organización institucional para el control y manejo de la deuda externa/Rodolfo Hoffmann

Este estudio constituye un análisis evaluativo de la organización institucional para la evaluación de la deuda externa de Chile

Nº 29

La política monetaria y el ajuste de la balanza de pagos: tres estudios

En este Cuaderno, el primer estudio, "La demanda de bienes de importación", formula un modelo para identificar las variables económicas que más influyen sobre dicha demanda, y evalúa asimismo su importancia empírica en varios países de la región. El segundo, "Ajuste del balance de pagos, política crediticia y control del endeudamiento externo", identifica las demoras en dicho ajuste en relación con los desequilibrios monetarios. El último estudio, "El enfoque monetario del tipo de cambio", pone de relieve la importancia de las variables monetarias en la determinación del tipo de cambio

Nº 30

América Latina: Las evaluaciones regionales de la Estrategia Internacional del Desarrollo en los años setenta

Las cuatro evaluaciones de la Estrategia Internacional del Desarrollo en los años setenta, preparadas en Quito, Chaguaramas, Ciudad de Guatemala y La Paz, examinan el proceso de desarrollo económico y social de la región en el marco del concepto integral contenido en dicha estrategia. Expresan con franqueza juicios críticos acerca de la naturaleza de ese proceso, especialmente en lo que respecta a sus limitadas proyecciones sociales. Evalúan además los problemas de las relaciones externas de América Latina en esta etapa de su desarrollo y formulan planteamientos acerca de la posición de los países latinoamericanos en relación con cada uno de los principales temas vinculados a la cooperación internacional. Por último, también se ocupan de la cooperación e integración regionales en América Latina, y de la cooperación con otras regiones en desarrollo.

Nº 31

Educación, imágenes y estilos de desarrollo/Germán W. Rama

El presente trabajo intenta analizar la educación en forma integrada con el proceso de cambio social. El marco conceptual de la indagación es el de los estilos de desarrollo, tema que ha sido analizado en varios estudios de la CEPAL y que en este texto tiene una consideración específica, que agrega una perspectiva complementaria a los análisis anteriores



CUADERNOS DE LA CEPAL, N° 32